

**Die Wirkungen des Debt Management
auf die Liquidität der Wirtschaftssubjekte (unter
besonderer Berücksichtigung des Bankensektors)
und seine Bedeutung
für das volkswirtschaftliche Wachstum**

DISSERTATION
zur Erlangung des Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft
des Wirtschaftswissenschaftlichen Fachbereichs
der Justus Liebig-Universität Gießen

vorgelegt von
Benedikt Klein
aus Königsberg/Ostpreußen

1972

Gießen 1971

Die Wirkungen des Best Management
auf die Liquidität der Wirtschaftssubjekte (unter
besonderer Berücksichtigung des Bankensektors)
und seine Bedeutung
für das volkswirtschaftliche Wohlergehen

DISSERTATION

zur Erlangung des Grades

eines Doktors der Wirtschaftswissenschaften
des Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultätsrat
der Freien Universität Berlin

verfasst von

Benedikt J. J. J.

Gießen 1971

**Die Wirkungen des Debt Management
auf die Liquidität der Wirtschaftssubjekte (unter
besonderer Berücksichtigung des Bankensektors)
und seine Bedeutung
für das volkswirtschaftliche Wachstum**

DISSERTATION

**zur Erlangung des Grades
eines Doktors der Wirtschaftswissenschaft
des Wirtschaftswissenschaftlichen Fachbereichs
der Justus Liebig-Universität Gießen**

**vorgelegt von
Benedikt Klein
aus Königsberg/Ostpreußen**

Gießen 1971



Erstgutachter: Professor Dr. G. Hedtkampf

Zweitgutachter: Professor Dr. J. Kromphardt

Tag der mündlichen Prüfung: 29. Februar 1972

Gliederung

Seite

Einleitung 1

I. Die Behandlung des Debt Management in der Literatur 4

1. Das antizyklische Debt Management 4

2. Das prozyklische Debt Management 12

3. Das neutrale Debt Management 16

II. Das dieser Arbeit zugrunde liegende geldwirtschaftliche Konzept des Debt Management 19

Teil I: Subjektive und objektive Liquidität 21

I. Die objektive Liquidität 21

1. Die natürliche Liquidität 23

2. Die künstliche Liquidität 25

II. Die subjektive Liquidität 31

1. Die Liquidität der Banken 31

1.1 Zusammensetzung und betriebswirtschaftliche Funktionen der Bankenliquidität 31

1.2 Die gesetzlichen Vorschriften zur Bankenliquidität 35

1.3 Der Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensektors 40

2. Die Liquidität der Nichtbanken 44

2.1 Die Liquidität der Unternehmungen 44

2.2 Die Liquidität der privaten Haushalte 46

Teil II: Die monetären Wirkungen des Debt Management 49

A. Wirkungen auf die Verhaltensweisen 49

I. Die Staatsschuld im Kalkül der Banken (Verzinsung) 49

	<u>Seite</u>
1. Die Abgrenzung des Debt Management-Zinses vom Zins der Geldpolitik	49
2. Die Formen des Zinses	50
3. Vergleich des Ertrages aus Staatspapieren mit dem Ertrag aus anderen Aktiva in bankbetrieblichen Kalkulationsverfahren	51
II. Die Gläubiger des Staatskredits	63
1. Die konjunkturbestimmte Gruppe	64
1.1 Die Geschäftsbanken	64
1.2 Die Sparkassen der Bundesrepublik	66
1.3 Das Notenbanksystem	70
1.4 Die Unternehmungen der gewerblichen Wirtschaft	71
2. Die trendbestimmte Gruppe	72
2.1 Die Mutual Savings Banks und die Savings and Loan Associations	72
2.2 Die Versicherungen	74
III. Die Struktur der Laufzeit	78
1. Begriffliche Vorbemerkung	78
2. Die Verhaltensweisen	79
3. Die bei der Veränderung der Laufzeitstruktur anzuwendenden Tilgungsmethoden und Umtauschtechniken	79
3.1 Die Tilgungsmethoden	80
3.2 Die Technik der Umtauschaktionen	81
IV. Die Struktur der Übertragbarkeit	83
1. Die Abgrenzung der Begriffe "Übertragbarkeit" und "Marktgängigkeit"	83
2. Die Übertragbarkeitsgrade der Staatsschuldtitel in der Bundesrepublik und in den Vereinigten Staaten	84
V. Die Kurspflege	90

B. Direkte Einwirkungen auf die Geldschöpfungsmöglichkeit des Bankensektors durch Interventionen am Markt	92
I. Das Zinsinstrument	92
1. Die Bedeutung des Agiozinses und des Diskontsatzes für die Zinsbildung am Geldmarkt und der Banken untereinander	92
2. Wirkungen der Agio- und der festen Verzinsung auf die Liquidität der Banken	96
II. Die Veränderung der Gläubigerstruktur	104
1. Transaktionen zwischen der Notenbank und dem Bankensystem	105
2. Transaktionen zwischen der Notenbank und den Nichtbanken	123
3. Historische Entwicklung und praktische Möglichkeiten der Offenmarktpolitik in den Vereinigten Staaten und Deutschland	139
3.1 Vereinigte Staaten	139
3.2 Deutschland	148
III. Die Veränderungen der Laufzeitstruktur	157
1. Umtausch langfristiger fällig werdender Staatsschuldtitel in neue langfristige Staatsschuldtitel	159
2. Umtausch kurzfristiger fällig werdender Staatsschuldtitel in neue langfristige Staatsschuldtitel	167
3. Umtausch langfristiger fällig werdender Staatsschuldtitel in neue kurzfristige Staatsschuldtitel	169
IV. Die Veränderung der Übertragbarkeitsgrade der verschiedenen Formen der Staatsschuld	173
1. Der langfristige Bereich	173
2. Der kurzfristige Bereich	180

	<u>Seite</u>
V. Durch Kurspflege ausgelöste Liquiditätswirkungen	182
1. Die Kurspflege als Instrument des Debt Management	182
2. Verbesserung der objektiven Liquidität von Staatsschuldtiteln	184
3. Verschlechterung der objektiven Liquidität von Staatsschuldtiteln	186
4. Konflikte zwischen Kurspflege und Geldpolitik	190
C. Debt Management und Wirtschaftswachstum	193
Literaturverzeichnis	202

Vor der großen Depression der dreißiger Jahre hatte sich die Wissenschaft noch kaum mit der Frage der wirtschaftspolitischen Wirkungen der öffentlichen Schuld befaßt¹⁾, und zwar weder im Hinblick auf die Variation des Schuldenvolumens noch auf eine zielgerichtete Manipulation bestimmter Strukturmerkmale.

Die ältere schuldenpolitische Argumentation konzentrierte sich ausschließlich auf die fiskalische und haushaltsrechtliche Frage einer soliden Kreditfinanzierung. Die Wahl möglichst langfristiger Schuldformen²⁾, verbunden mit der Tendenz, eventuell vorhandene kurzfristige Schulden zum frühest-möglichen Zeitpunkt zu "fundieren"³⁾, galt lange Zeit als die sicherste und solideste Methode, den öffentlichen Kredit abzuwickeln⁴⁾, der im übrigen als eine weniger seriöse und daher möglichst zu vermeidende Art der Finanzierung von Staatsausgaben angesehen wurde. Der auch tatsächlich begrenzte Umfang der öffent-

- 1) Vgl. W. Laird: The Changing Views on Debt Management, in: Monetary Economics: Readings, Ed. Alan D. Entine, Belmont, California 1968 SS. 465 ff. Ursprünglich abgedruckt in: The Quarterly Review of Economics and Business, Vol. 3, Herbst 1963, Nr. 3 SS.7-17. Die verzinsliche öffentliche Schuld in den Vereinigten Staaten betrug 1920 24,1 Mrd. Dollar, 1939 45,4 Mrd. Dollar und 1945 257 Mrd. Dollar. Die vergleichbaren Zahlen für Deutschland sind: 1920 185 Mrd. RM, 1939 31 Mrd. RM und 1945 etwa 400 Mrd. RM (vgl. H.-D. Hessler: Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik, Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen Nr. 1373, Finanzwissenschaftliches Forschungsinstitut an der Universität Köln, Direktor: Günter Schmolders, Köln und Opladen 1964, S. 42 Tabelle dort)
- 2) P. Cagan: A Partial Reconciliation between two Views of Debt Management, in: Journal of Political Economy, Vol. LXXIV, 1966, S. 624
- 3) H. A. Wolf: Monetary and Fiscal Policy, Ohio 1966, S. 360
- 4) G. F. Shirras: Science of Public Finance, Vol. 2, 3rd Edition, London 1936, S. 799

lichen Schuld gab dem Staat noch keine Veranlassung, auf die ökonomischen Wirkungen einer Schuldenmanipulation zu achten, so daß seine Überlegungen über den Rahmen von privatwirtschaftlichen Finanzierungserwägungen eines größeren Unternehmens kaum hinausgingen⁵⁾. Auch ein zeitweises Anwachsen der öffentlichen Schuld in der Zeit des amerikanischen Bürgerkrieges und des ersten Weltkrieges stellte den älteren Grundsatz der staatlichen Kreditfinanzierung nicht in Frage, zumal die aufgenommenen Schulden aus späteren Haushaltsüberschüssen wieder zurückgezahlt wurden⁶⁾.

Eine grundlegende Änderung und auch eine theoretisch neue Fundierung der Schuldenpolitik vollzogen sich erst in den dreißiger Jahren, nachdem in der zweiten Hälfte des Jahres 1929, ausgehend von den Vereinigten Staaten, die große Weltwirtschaftskrise ausbrach, in deren Gefolge das Steueraufkommen rapide absank. Die erheblichen Mittel, die die US-Regierung auf der anderen Seite zur Krisenbekämpfung aufwenden mußte, zwangen sie zur Abkehr von den alten Deckungsgrundsätzen und zur Aufnahme von Schulden größten Ausmaßes.⁷⁾ Die so enorm angewachsene Staatsschuld, die in der Folgezeit nicht mehr verkleinert wurde, und die zusätzliche Belastung der Staatshaushalte im zweiten Weltkrieg⁸⁾ stellten sowohl die Finanzwissenschaft als auch die Finanzwirtschaft vor den vollkommen neuen Fragenkomplex der Wirkun-

5) W. G. Woodworth: The Money Market and Monetary Management, New York, Evanston, London, 1965, S. 319

6) T. Gaines: Techniques of Treasury Debt Management a Joint Publication of Graduate School of Business, Columbia University 1962, S. 5

7) Vgl. T. Gaines: a.a.O., S. 35

8) So betrug z. B. die Bruttostaatsschuld der Vereinigten Staaten kurz vor deren Eintritt in den zweiten Weltkrieg (1941) 64,3 Mrd. Dollar. Durch die Verteidigungsausgaben stieg sie bis 1946 auf 260 Billionen. (Vgl. Economic Report of the President Transmitted to the Congress, February 1968, together with the Annual Report of the Council of Economic Advisers, Washington 1968, S. 285)

gen der öffentlichen Schuld auf den ökonomischen Prozeß: man erkannte vor allem die zunehmende Bedeutung der öffentlichen Schuld für die Liquiditätsstruktur in der Wirtschaft⁹⁾ und deren Rückwirkungen auf den Gesamtkreislauf.

So hebt sich die neuere Sicht der Schuldenpolitik von der älteren Sicht im wesentlichen dadurch ab, daß die öffentliche Schuld als solche als gravierendes Faktum neuerer Art nicht nur zur Kenntnis genommen wird, sondern auch zum Aktionsparameter der staatlichen Wirtschaftspolitik heranreift. War es zunächst nur die Veränderung des Schuldenvolumens, so wurde im Laufe der Zeit auch die Veränderung ihrer Fälligkeitsstruktur zur Unterstützung der Geld- und Finanzpolitik und zur Erhaltung der wirtschaftlichen Stabilität herangezogen¹⁰⁾.

9) W. Laird, The Changing Views on Debt Management, Readings a.a.O., S. 468.
S. auch E. R. Rolph, Debt Management: Some Theoretical Aspects, Public Finance, Vol. 16, 1961, S. 105:
" ... the era when debt Management was looked upon as a technical problem suitable only for the talents of practical financiers seems to be drawing to a close."

10) H. Wolf, a.a.O., S. 360

I. Die Behandlung des Debt Management in der Literatur

Da die einschlägige Literatur an dieser Stelle nicht vollständig behandelt werden kann, soll sich auf die wichtigsten Autoren der neueren Sicht beschränkt werden, d. h. auf die Diskussion des Debt Management, die etwa in der Mitte bis Ende der vierziger Jahre beginnt. Hier lassen sich drei Gruppen von Autoren unterscheiden:

- (1) Eine erste Autorengruppe vertritt die Ansicht, daß das Debt Management primär zur wirtschaftlichen Stabilisierung beizutragen habe (antizyklisches Debt Management).
- (2) Eine andere Gruppe von Autoren fordert, daß das Debt Management ohne Rücksicht auf wirtschaftspolitische Belange allein den Interessen des Staates Rechnung zu tragen habe, die hier als "fiskalisch" bezeichnet werden sollen (prozyklisches Debt Management).
- (3) Das Konzept einer dritten Autorengruppe besteht darin, daß sie für ein beiden Interessensphären (fiskalischen und wirtschaftspolitischen) dienendes Debt Management eintritt (neutrales Debt Management).

1. Das antizyklische Debt Management

Das antizyklische Debt Management besteht in der antizyklischen Manipulation bestimmter Strukturmerkmale der öffentlichen Schuld, die aber nicht zu fiskalischen Zwecken, sondern ausschließlich zur Unterstützung des wirtschaftspolitischen Instrumentariums, vor allem der Geldpolitik erfolgt. Zwar wirft einerseits das Kriegsschuldenproblem für die Notenbank die Frage auf, inwieweit sie ihre geldpolitische Funktion überhaupt noch erfüllen kann¹⁾, andererseits ist aber zu beachten, daß besonders

1) Vgl. A. Woll: Einige geldpolitische Aspekte der monetären Theorie der Gegenwart, in: Geldtheorie und Geldpolitik, Günter Schmolders zum 65. Geburtstag, Hrg. von C. A. Andreas, K. H. Hansmeyer, G. Scherhorn, Berlin 1968, S. 66

in den Vereinigten Staaten das Debt Management in zunehmendem Maße Aufgaben der Geldpolitik übernimmt²⁾. Manche Autoren schließen auch eine simultan mit dem Debt Management einhergehende Größenveränderung der Staatsschuld hierbei nicht aus.

Die Forderung, eine g e g e b e n e öffentliche Schuld antizyklisch zu manipulieren, wurde erstmals 1946 in einem Aufsatz von Simons erhoben³⁾. Seine Überelungen stammen aus einer Zeit, in der die durch den Krieg sprunghaft angewachsene öffentliche Schuld die Kontrolle über das Geldangebot erheblich erschwerte und daher als Hauptinflationsquelle galt. Nach Simons geht die Hauptunsicherheit aber weniger von der Größe der gesamten Staatsschuld als vielmehr von dem enormen Anteil kurzfristiger Verbindlichkeiten aus, denen er eine stark destabilisierende Wirkung zuschreibt⁴⁾. Dagegen sieht er in der langfristigen Staatsschuld einen den Geldwert eher stabilisierenden Faktor. Soll es nun die Aufgabe des Debt Management sein, die Inflation zu bekämpfen, so gilt es, den inflationären Einfluß der Staatsschuld zu reduzieren und der Langfristigkeit Vorrang einzuräumen, was darüber hinaus für den Staat zinssparend, also auch fiskalisch interessant ist. Insofern weist das Konzept von Simons gewisse Ähnlichkeiten mit der älteren Auffassung der Schuldenpolitik auf, die auch für eine vorwiegend

2) G. Schmolders: Finanzpolitik, Enzyklopädie der Rechts- und Staatswissenschaft, Hrg. W. Kunkel, H. Peters, E. Preiser, 2. Auflage, Berlin, Heidelberg, New York 1965, S. 392

3) H. C. Simons, Debt Policy and Banking Policy, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 28, Nr. 2, May 1946, SS. 85-89

4) So auch H. J. Cooke: The Role of Debt in the Economy, Washington D.C. 1961, S. 47: "In selecting the type of issues to be offered, the Treasury must recognize both the inflationary consequences and the attendant market disturbances that an overemphasis on short issues will produce."

Ferner: W. J. Schultz, and C. L. Harriss: American Public Finance, 8th Edition, London, Sidney, Toronto, New Delhi, Tokyo, 1965, S. 498

langfristige Schuldenstruktur eintrat. Während sich jene jedoch vom Motiv einer "soliden" Finanzierung des öffentlichen Kredites leiten ließ, stehen bei Simons der hohe Liquiditätsgrad der kurzfristigen Schuld, das damit einhergehende Expansionsstreben der Banken und die davon ausgehenden expansiven, bei Vollbeschäftigung inflationären Wirkungen im Vordergrund. So hatte Simons in einem früheren Aufsatz⁵⁾ sogar gefordert, die Staatsschuld nur noch in fundierter Form (consols) zuzulassen, kurzfristige Schuldformen (near moneys) dagegen ganz abzuschaffen. Simons sieht aber den Nachteil seines Vorschlages darin, daß die Anlagepolitik der Banken bei so gearteter Manipulation der Staatsschuld mit einem bedeutenden Unsicherheitsfaktor behaftet wird. Gäbe es z. B. keine kurzfristigen Staatspapiere mehr, dann würde man den Banken einen sehr wichtigen Posten einer rentablen Liquiditätsrücklage nehmen.

Fast zur gleichen Zeit sieht auch Wallich⁶⁾ im Debt Management ein Instrument der Wirtschaftspolitik, das die Finanz- und Geldpolitik unterstützen kann, vor allem soll es die "quantitativ" arbeitende Finanzpolitik "qualitativ" ergänzen. Dabei werden die Finanzpolitik und das Debt Management von ein und demselben Entscheidungsträger, dem Finanzminister bzw. dem Leiter des Schatzamtes, betrieben, der somit neben dem Federal Reserve System in den USA Geldpolitik betreibt. Zwar kann Wallich zu den Vertretern des antizyklischen Debt Management gerechnet werden, da er aber der Meinung ist, daß dem Debt Management die Flexibilität der Finanz- und Geldpolitik fehle und es seine qualitativen Aufgaben daher nur auf lange Sicht wahrnehmen könne, sieht er in ihm lediglich ein Er-

5) H. C. Simons: On Debt Policy, in: Journal of Political Economy, Vol. LII, Dez. 1944, No. 4, S. 357

6) H. C. Wallich: Debt Management as an Instrument of Economic Policy, American Economic Review, Vol. 36 (1946), SS. 292 ff.

gänzungsinstrument der umfassenderen und kurzfristig wirkenden Geld- und Finanzpolitik. Die Unterstützung der Finanzpolitik durch das Debt Management erfolgt nach Wallich u. a. durch:

- (a) die Refinanzierung fällig werdender Schuldtitel
- (b) die Variation des Gesamtzinsbetrages durch Veränderung der Fälligkeitsstruktur und eine damit verbundene Änderung in der Verteilung der Zins-Transfers. Die Verbindung zur Geldpolitik besteht in der Hauptsache darin, daß die öffentliche Schuld das Material für die Offenmarktpolitik liefert.

1954 befaßte sich das Committee for Economic Development mit Fragen des Debt Management⁷⁾. Es vertritt die Ansicht, daß das antizyklische Debt Management nicht nur die Aufgabe der Inflationsbekämpfung habe (wie z. B. bei Simons), sondern darüber hinaus die Sicherung allgemeiner wirtschaftlicher Stabilität, daß es also auch in den Dienst der Vollbeschäftigung und des optimalen Wachstums gestellt werden solle.

Wenn auch, was die Geldwertstabilität anbelangt, vom Committee die gleiche Forderung erhoben wird wie von Simons, so unterscheiden sich die Vorschläge doch in mancher Hinsicht. Hatte Simons noch den Akzent auf eine möglichst langfristige Schuldenstruktur gelegt, so fordert das Committee gerade in diesem Punkt ein flexibleres Debt Management, indem es sich die voneinander abweichenden Liquiditätsgrade verschiedener Laufzeiten öffentlicher Schuldformen⁸⁾ in stabilitätsfördernder Weise zunutze machen und antizyklisch vom kurzfristigen in den langfristigen Bereich und umgekehrt überwechseln soll; in der

7) Committee for Economic Development (Managing the Federal Debt) New York 1954, s. insbesondere SS. 13, 14

8) Auf die Liquiditätseigenschaften der Staatsschuld wird im Kapitel über die Liquidität eingegangen.

Prosperität gebühre der langfristigen Schuld der Vorrang, da diese die Liquidität vermindere, in der Depression dagegen sollten kurzfristige Papiere an die Stelle der langfristigen treten, um die Liquiditätslage der Wirtschaftssubjekte zu verbessern. Die mit solcher Umstrukturierung verbundene zusätzliche Zinsbelastung für den Staatshaushalt, die Simons durch seinen Vorschlag vermeiden wollte, sieht das Committee nicht unter fiskalischem Aspekt, sondern im Rahmen einer Schuldenpolitik, deren Hauptziel die ökonomische Stabilität ist⁹⁾. Im Gegensatz zu Simons sieht das Committee in der Veränderung der Gesamtgröße der öffentlichen Schuld kein Instrument des Debt Management, sondern eine Aufgabe der Finanzpolitik.

Einen engen Zusammenhang zwischen der Geldpolitik und dem Debt Management konstatiert auch der Report of the Commission on Money and Credit: "The problems of public debt and its management are closely linked to those of monetary policy. Both monetary policy and debt management policy affect economic activity by altering the liquidity of the economy ..." ¹⁰⁾. Eine ähnliche Auffassung vertritt schon der 1959 erschienene sog. Radcliffe-Report, der allein in der Existenz der Staatsschuld einen besonderen Vorteil für die Geldpolitik sieht, weil diese nunmehr ihre eigentliche Aufgabe, die Beeinflussung der Gesamtnachfrage besser wahrnehmen könne, als dies ohne die

9) Committee for Economic Development, a.a.O., S. 14.
Vgl. auch R. A. Musgrave, Debt Management and Inflation, The Review of Economics and Statistics, Vol. 31, 1949, S. 26, Fußnote 2 dort: ein niedriger Zins ist noch kein Zeichen für ein gutes Debt Management.

10) Money and Credit, Their Influence on Jobs, Prices and Growth, The Report of the Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs, N. J., 1961, S. 94

Staatsschuld möglich wäre¹¹⁾. Auch gibt der Radcliffe-Report einen Hinweis auf die Möglichkeit der Liquiditätssteuerung: durch Veränderung der Struktur der Fälligkeit der außerhalb der Notenbank gehaltenen Staatsschuld soll die Liquidität der Wirtschaftssubjekte verändert werden¹²⁾.

Zu den Vertretern des antizyklischen Debt Management gehört auch van Horne¹³⁾. Er geht davon aus, daß ein Schuldtitel mit sich verkürzender Laufzeit eine immer größere Geldnähe erreicht, so daß van Horne im wesentlichen zu den gleichen konjunkturpolitischen Ergebnissen kommt wie das Committee for Economic Development, nämlich zur Forderung einer antizyklischen Veränderung der Struktur der Laufzeit. In Boom sollen langfristige Mittel, die sonst in die private Investition gehen würden, durch langfristige Papiere absorbiert werden; um-

11) Committee on the Working of Monetary System, Report presented to Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Demand of Her Majesty, London August 1959 (im folgenden Radcliffe-Report genannt), S. 189, Ziff. 530;

ähnlich auch Culbertson: "... the Government debt is in some ways an important resource in our efforts to stabilize the economy. It provides a reliable and controllable part of the economy's liquidity base and presents the opportunity for a stabilizing debt management Policy". J. M. Culbertson: A Positive Debt Management Programme, in: The Review of Economics and Statistics, Vol. XLI, May 1959, Nr. 2, Part 1, S. 90. Vgl. ferner J. Tobin: An Essay on Principles of Debt Management, in: Fiscal and Debt Management Policies, a Series of Research Studies, Prepared for the Commission on Money and Credit, Research - Study Three, Prentice Hall Inc., Englewood Cliffs, N.J. 1963, SS. 126 ff.

12) Radcliffe-Report, a.a.O., Ziff. 373, SS. 126 f.

13) J. C. van Horne: Conflicting Objectives in Treasury Debt Management, in: Business Topics, Michigan State University, Graduate School of Business Administration, Winter 1965, Vol. 13, No. 1, SS. 24, 25. Vgl. auch R. H. Scott: An Empirical Look at Debt Management, in: American Statistical Association, 1961, S. 130. Scott geht von der Veränderung der Fälligkeitsstruktur der "public held debt" aus.

gekehrt sollen in der Rezession anstelle langfristiger nur kurzfristige Titel ausgegeben werden, so daß die langfristigen Mittel für die Investition zur Verfügung stehen.

Die Veränderung der Laufzeitstruktur der öffentlichen Schuld ist auch nach Wolf der wichtigste Ansatzpunkt in der neueren Sicht des Debt Management.¹⁴⁾ Das ergibt sich aus der praktischen Überlegung, daß das Schatzamt ständig vor der Aufgabe steht, fällig werdende Schuldbeträge neu zu finanzieren, womit sich auch die Struktur der Laufzeit zwangsläufig ändert. Die Zuständigkeit des Debt Management liegt aber deshalb nicht allein in den Händen des Schatzamtes, sondern auch in denen des Federal Reserve System, das große Beträge öffentlicher Schuldtitel hält und für seine Offenmarktgeschäfte verwendet.¹⁵⁾ Zwar kann Wolf grundsätzlich zu den Autoren gerechnet werden, die für das antizyklische Debt Management eintreten, da er die Hilfe des Debt Management für die Geldpolitik mit dem Ziel fordert, die wirtschaftliche Stabilität zu wahren.¹⁶⁾ Er mißt aber der wirtschaftspolitischen Effizienz des Debt Management keine besonders große Bedeutung zu: "... it should be pointed out that the impact upon the economy of debt management is modest. Therefore the use of it as a third stabilization tool is not going to bring startling and greatly increased success. Nevertheless, we should use our entire kit of tools, and a better job could be done if we coordinated monetary, fiscal, and debt management policies."¹⁷⁾

So spricht auch Irmaler auf der 13. Kreditpolitischen Tagung der "Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen" im Oktober 1967 lediglich von einer "'Feinsteuerung' der Konjunktur", wenn "... die Struktur des Fälligkeitsfä-

14) H. Wolf, a.a.O., S. 360

15) H. Wolf, a.a.O., S. 363

16) H. Wolf, a.a.O., S. 375

17) H. Wolf, a.a.O., S. 363

chers der öffentlichen Schuld zweckentsprechend verändert wird", wobei alle Fristigkeiten Berücksichtigung finden sollen und nicht nur vorwiegend langfristige Titel.¹⁸⁾

Ein Debt Management-Konzept, das sowohl Veränderungen der Strukturelemente als auch solche des Volumens der öffentlichen Schuld einschließt, wird von Rolph vertreten.¹⁹⁾ Auch er ordnet das fiskalische Interesse, die Zinslast zu verkleinern, dem Ziel der wirtschaftlichen Stabilität unter.

In einem späteren Aufsatz hat Rolph seinen Standpunkt insofern präzisiert und modifiziert, als er nunmehr von der (im privaten Sektor plazierten) Nettoschuld spricht, deren Größe und Komposition der jeweiligen wirtschaftlichen Situation entsprechend verändert werden sollen.²⁰⁾ Allein die Nettoschuld ist nach Rolph für das Debt Management von Bedeutung: "... only those liabilities of a government that are assets to private groups are to count. Official holding of debt is debt in name - not in substance."²¹⁾ Als für das Debt Management zuständig bezeichnet er die Notenbank und den Staat bzw. das Schatzamt.

Zu den Autoren, die dem Debt Management eine größere wirtschaftspolitische Bedeutung zuschreiben, ist schließlich auch Prather zu rechnen. Er erhebt zwar nicht die allgemeine Forderung, die öffentliche Schuld antizyklisch

18) H. Irmeler: Möglichkeiten und Grenzen der öffentlichen Verschuldung, in: Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen, 20. Jg., Heft 22, 15. November 1967, S. 1028 (Wiedergabe des Referats auf der oben genannten Tagung)

19) E. Rolph, Principles of Debt Management, in: American Economic Review, Vol. 47 Nr. 3, Juni 1957, SS.302-320

20) Eine Größenveränderung der Nettoschuld muß nicht von einem Budgetüberschuß bzw. -defizit herrühren, wie die bei der Veränderung der Gesamtschuld der Fall ist. Verkauft z. B. die Notenbank Papiere an die Banken, dann bleibt die Höhe der Gesamtschuld unberührt, während die Nettoschuld wächst.

21) E. R. Rolph, Debt Management: Some Theoretical Aspects Public Finance, Vol. 16, 1961, S. 106

zu manipulieren, sieht aber im Debt Management, verstanden als Variation der Gläubigerstruktur, der Schuldform und des Zinses, ein Mittel, die Geldmenge sowie den Konsum und die Investitionsneigung zu beeinflussen.²²⁾

2. Das prozyklische Debt Management

Beim prozyklischen Debt Management wird ohne Rücksicht auf wirtschaftspolitische Belange allein den fiskalischen Interessen des Staates Rechnung getragen. Es liegt daher auf der Hand, daß gerade diese Form des Debt Management in den Reihen der Mitarbeiter des US-Schatzantes die meisten Fürsprecher gefunden hat.²³⁾

Das Schatzamt sieht die Aufgabe des Debt Management vornehmlich darin, die Zinskosten für den Staatshaushalt niedrig zu halten, indem die Komposition der öffentlichen Schuld auf die jeweilige Marktsituation zugeschnitten wird. Das bedeutet, daß langfristige Titel vorzugsweise in der Depression, wenn der Zins niedrig ist, ausgegeben werden, was den konjunkturpolitischen Maßnahmen der Geldpolitik genau zuwiderläuft.²⁴⁾ Umgekehrt werden danach in der Prosperität langfristige in kurzfristige Titel überführt, die bei hohem Zinsniveau die billigste Finanzierungsquelle sind, was aber die Liquidität in der Wirtschaft gegen den Willen der Notenbank verbessert. Gerechtfertigt wird diese Haltung²⁵⁾ damit, daß die Verantwortungsbereiche des Schatzantes und der Notenbank streng voneinander zu trennen sind. Die Finanz- und

22) C. L. Prather, Money and Banking, 6th Edition, Homewood Illinois 1957, SS. 426, 442

23) W. Laird: The Changing Views on Debt Management, Readings a.a.O., S. 472

24) Vgl. auch Culbertson, J.M., A Positive Debt Management Programme, a.a.O., S. 89

25) Vgl. hierzu US-Treasury Department (als Autor), Treasury Views on Independence of the Federal Reserve, in: Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, E. W. L. Smith, R. L. Teigen, Homewood/Illinois, 1965, S. 244.

Budgetpolitik und damit auch das Debt Management gehören in den USA zum Verantwortungsbereich des Kongresses bzw. des Schatzamtes. Dieses hat aber in erster Linie für eine möglichst niedrige Zinsbelastung des Budgets zu sorgen und nicht geldpolitische Aspekte, wie z. B. die Regulierung der Geldmenge, zu berücksichtigen, denn diese Aufgabe wurde durch den Federal Reserve Act dem Notenbanksystem übertragen. Die geldpolitischen Wirkungen von Maßnahmen des Schatzamtes werden nach dieser Konzeption nicht gewürdigt.

Während der Präsidentschaft Eisenhowers (1953 - 1961) wich das Schatzamt zeitweilig von seiner prozyklischen Konzeption des Debt Management ab. Zur Bekämpfung der Inflation wurde die durchschnittliche Fälligkeit der öffentlichen Schuld verlängert.²⁶⁾ Das war zum Teil, so im Frühjahr 1953, mit großen Schwierigkeiten verbunden, da zur gleichen Zeit der Federal Reserve Board durch eine erhebliche Kreditverknappung das Zinsniveau in die Höhe trieb.²⁷⁾ Als sich 1954 die Konjunktur wieder abschwächte, verzichtete das Schatzamt auf die Ausgabe langfristiger Schuldtitel und bot stattdessen kurz- und mittelfristige Papiere an. Auf diese Weise sollte die private Nachfrage nach langfristigem Investivkapital vor der Konkurrenz der staatlichen Nachfrage geschützt werden. Erst im Januar 1955 gab das Schatzamt wieder langfristige Schuldtitel aus.²⁸⁾

Auch von Vertretern der Wissenschaft wird das prozykli-

26) "Treasury officials serving under the Eisenhower Administration have often and publicly stated their belief in the importance of lengthening the maturity of the debt, ..." (E. R. Rolph, Debt-Management: Some Theoretical Aspects, a.a.O., S. 105)

27) B. U. Ratchford: Some Aspects of Debt Management in the United States, in: Public Finance, Vol. 10, 1955, S. 135

28) B. U. Ratchford: s. Fußnote 27, S. 136 f.

sche Debt Management zuweilen verteidigt oder sogar ausdrücklich gefordert, so z. B. von Stein. Er definiert das Debt Management als eine besondere Form der Schuldenpolitik, die sich mit der Zusammensetzung eines Teiles der öffentlichen Schuld befaßt. Die Faktoren, auf die das Debt Management danach Einfluß nehmen soll, sind die Fälligkeitsverteilung, die Marktgängigkeit, die Zentralbankfähigkeit (eligibility) der Staatsschuld und die auf sie anzuwendenden Verkaufsmethoden.²⁹⁾ Stein bezieht diese Maßnahmen auf die Nettoschuld, d. h. den Teil der Schuld, der außerhalb der Regierungsstellen und des Federal Reserve System, also im privaten Sektor gehalten wird.³⁰⁾ Weiterhin befaßt er sich mit der Frage, ob das Debt Management wirtschaftspolitische Ziele verfolgen oder allein fiskalischen Interessen dienen sollte, wobei er auf die Fälligkeitsverteilung das Hauptaugenmerk richtet. Würde man das Debt Management wirtschaftspolitischen Zwecken nutzbar machen (also antizyklisch handhaben), dann könnte es ebenso wie eine flexible Geldpolitik operieren, nämlich auf dem Wege über die Versorgung der Volkswirtschaft mit liquiden Mitteln und über die Kreditkonditionen. Insofern scheint eine Kombination von Debt Management und Geldpolitik auf den ersten Blick recht sinnvoll. Dennoch lehnt Stein ein antizyklisches Debt Management aus drei Gründen ab:³¹⁾

(a) Wenn sich der Staat mit einem Instrumentarium, das der Geldpolitik sehr ähnlich ist, direkt in das wirtschaftliche Geschehen einschaltet, dann muß die Notenbank ihren Verantwortungsbereich mit dem Staat teilen,

29) H. Stein: Monetary Policy and the Managment of Public Debt, in: American Economic Review, Vol. 42, 1952, P. 5, S. 874

30) H. Stein: Managing the Federal Debt, in: The Journal of Law and Economics, Vol. 1, Okt. 1958, SS. 97 und 98

31) H. Stein; Managing the Federal Debt, a.a.O., SS. 99-101

so daß von einer klaren Abgrenzung zwischen dem Verantwortungsbereich des Debt Management einerseits und dem der Geldpolitik andererseits nicht mehr gesprochen werden kann. "... division of responsibility among different instruments, especially if they are managed by different agencies, permits evasion of responsibility."³²⁾

(b) Ein antizyklisches Debt Management, so z. B. der Verkauf kurzfristiger Titel in der Depression und langfristiger Titel in der Prosperität, belastet den Staat mit zu hohen Zinskosten.

(c) Ein wirtschaftspolitisch ausgerichtetes Debt Management kann im Laufe der Konjunkturzyklen zu erheblichen Zinsfluktuationen (besonders am Kapitalmarkt) führen.

So kommt Stein zu dem Schluß, daß das Debt Management nicht zur wirtschaftlichen Stabilisierung herangezogen werden sollte, und spricht sich sogar ausdrücklich für ein prozyklisches Debt Management aus.

Die in der Literatur ausgetragene Kontroverse über die Ziele des Debt Management zeigt deutlich den Konflikt zwischen den Erfordernissen der Geld- und Konjunkturpolitik auf der einen und tagespolitisch-fiskalischen Motiven auf der anderen Seite, aber auch den Konflikt zwischen Notenbank und Regierung (Schatzamt).

Ein vom Schatzamt nach eigenen Interessen ausgerichtetes Debt Management kann die Effizienz der Geldpolitik mitunter erheblich beeinträchtigen: hat der Staat z. B. in einer Prosperitätsphase eine fällig werdende Anleihe

32) H. Stein: Managing the Federal Debt, a.a.O., S. 99. Ähnlich argumentiert Laird, wenn er durch die streng fiskalische Ausrichtung des Debt Management Konflikte zwischen den Interessen der Geldpolitik und denen des Schatzamtes vermeiden will. (Vgl. William Laird: The Changing Views on Debt Management, a.a.O., SS. 473 f.)

neu zu finanzieren und erscheint ihm wegen der geringeren Zinskosten die Ausgabe von Schatzwechseln opportun zu sein, so arbeitet er gegen die Absicht der Geldpolitik, die in solcher Situation die Liquidität eher verringern möchte. Auf der anderen Seite kann der Staat aber auch auf die Hilfe der Notenbank angewiesen sein, wenn es gilt, eine Anleihe an einem wenig aufnahmefähigen Markt unterzubringen.³³⁾

Ein konjunkturpolitisches Fehlverhalten des Staates wird dadurch begünstigt, daß der Markt in der Depression für langfristige und in der Prosperität für kurzfristige Titel in besonderem Maße aufnahmefähig ist.

3. Das neutrale Debt Management

Die Tatsache, daß ein ausschließlich prozyklisch ausgerichtetes Debt Management mit den wirtschaftspolitischen Belangen kollidiert und umgekehrt ein ausschließlich antizyklisches Debt Management den Interessen des Staates zuwiderläuft, hat manche Autoren veranlaßt, für ein neutrales Debt Management einzutreten, das einen Ausgleich zwischen beiden Interessensphären herbeizuführen versucht. So fordert z. B. Ritter. "... that fiscal policy, monetary policy, and debt management constitute a unified whole and must work together rather than at cross purposes."³⁴⁾

Ein besonders profilierter Vertreter dieser "Neutralitätsdoktrin" ist Milton Friedman.³⁵⁾ Das Hauptanliegen des Debt Management ist danach "... to simplify and streamline, in such a way as to keep debt operations from themselves being a source of instability, and to

33) Vgl. W. J. Frazer, W. P. Yohe: Introduction to the Analytics and Institutions of Money and Banking, Princeton, New Jersey 1966, S. 266.

34) L. S. Ritter: Functional Finance and the Banking System, in: The American Journal of Economics and Sociology, Vol. 15, July 1956, Nr. 4, S. 395

35) M. Friedman: A Program for Monetary Stability, New York 1959

ease the task of coordinating Treasury debt operations and Reserve open market operations."³⁶⁾ Friedman glaubt ähnlich wie Wolf nicht, daß das antizyklische Debt Management wesentlich zur wirtschaftlichen Stabilität beizutragen imstande ist, da die Geldnachfrage durch solche Operationen nicht entscheidend beeinflußt werden könne.³⁷⁾

Friedmans Kritik an der kreditären Staatsfinanzierung setzt an der Vielzahl verschiedener Schuldtypen an, mit denen der Markt überschüttet wird und die die Ursache für große Unübersichtlichkeit der Finanzmärkte und Störungen der Stabilität seien.³⁸⁾ Um den Schuldoperationen eine gewisse zeitliche und quantitative Regelmäßigkeit zu geben, schlägt Friedman vor, nur zwei Standardformen der öffentlichen Schuld auszugeben, nämlich Bills mit einer Laufzeit bis zu 90 Tagen und langfristige Schuldtitel mit Laufzeiten von 8 bis 10 Jahren. Dabei denkt er in erster Linie an die Savings Bonds, die ihrer geringen Marktgängigkeit wegen die Maßnahmen der Geldpolitik am wenigsten durchkreuzen werden.

Beschränkt man nun alle Schuldoperationen auf zwei Haupttypen, die außerdem mit einer gewissen Regelmäßigkeit gehandelt (d. h. ausgegeben bzw. abgelöst oder zurückgezahlt) werden, dann kann der beschriebene destabilisierende Effekt zumindest reduziert werden. Das Debt Management würde auf diese Weise zu einem mit größerer Regelmäßigkeit und Vorausssehbarkeit am Markt wirkenden Faktor werden, was auch eine Koordinierung von Geldpolitik und Debt Management erleichtern könne.³⁹⁾

36) M.Friedman, a.a.O., S. 60

37) M.Friedman, a.a.O., S. 61

38) M.Friedman, a.a.O., S. 63

39) M.Friedman, a.a.O., SS. 64 f.

Für einen Ausgleich zwischen der fiskalischen und der konjunkturpolitischen Interessensphäre bei Debt Management-Maßnahmen tritt auch Tobin ein: "The problem of debt management ... can be put in these terms: how are long - run interest costs on a given volume of federal debt to be minimized, given the contribution, that debt management and monetary policy jointly make the economic stabilization?"⁴⁰⁾ Aber auch Tobin ist sich der Schwierigkeiten bewußt, die sich einem Ausgleich zwischen staatlichen und wirtschaftspolitischen Interessen in den Weg stellen; das wird besonders deutlich, wenn die Forderung zu Ende gedacht wird, daß z. B. im fiskalischen Interesse die gesamte öffentliche Schuld zu monetisieren sei, so daß die Zinskosten ganz entfielen, denn das müßte der restriktiven Geldpolitik vollkommen zuwiderlaufen.⁴¹⁾

40 und 41) J. Tobin: An Essay on Principles on Debt Management, a.a.O., S. 177

Tobin rechnet "currency" zum Bestand der öffentlichen Schuld, so daß sich die Monetisierung der öffentlichen Schuld nicht in einer Verkleinerung derselben auswirken würde. Rechnet man aber Geld nicht zur öffentlichen Schuld, bedeutet Monetisierung deren Auflösung.

II. Das dieser Untersuchung zugrunde liegende geldwirtschaftliche Konzept des Debt Management

Unter Debt Management soll diejenige Schuldenpolitik verstanden werden, die es sich zur Aufgabe macht, eine gegebene Staatsschuld¹⁾ nach qualitativen Gesichtspunkten zum Zweck der antizyklischen Liquiditätsbeeinflussung der Wirtschaftssubjekte zu manipulieren. Damit ist das Debt Management von anderen Formen der Schuldenpolitik abgegrenzt, die auf einer Größenveränderung der Staatsschuld basieren. Die von einer wachsenden bzw. sinkenden Staatsschuld ausgehenden ökonomischen Wirkungen werden also ausgeklammert. Insofern ist auch die Frage nach der Auswahl geeigneter Schuldformen zur Finanzierung eines Budget-defizits bzw. für die Tilgung zwecks Verkleinerung der Staatsschuld nicht Gegenstand dieser Arbeit.

Die qualitative Manipulation der Staatsschuld durch das Debt Management besteht darin, daß bestimmte Strukturmerkmale der Staatsschuld verändert werden, die entweder den Liquiditätsgrad (Übertragbarkeitsgrad, Laufzeitstruktur, Kursentwicklung) oder die Plazierung (Gläubigerstruktur) oder die Ertragsfähigkeit (Verzinsung) betreffen. Nach den genannten Merkmalen wird das Instrumentarium des Debt Management systematisiert und gegliedert.

Es wird nicht die gesamte Staatsschuld (Bruttoschuld) berücksichtigt, sondern nur der für die Liquiditätssteuerung der Wirtschaftssubjekte relevante Teil. Wichtig in diesem Zusammenhang ist demnach die von den pri-

1) Die Schulden der übrigen Gebietskörperschaften bleiben gänzlich außer Betracht.

vaten Wirtschaftssubjekten gehaltene Schuld (Nettoschuld) ²⁾ sowie der Teil der Staatsschuld, der von der Notenbank gehalten wird, da hiervon eines ihrer geldpolitischen Instrumente, das für die Liquiditätssteuerung von großer Bedeutung ist, die Offenmarktpolitik, abhängt. ³⁾

-
- 2) Zieht man von der Bruttoschuld des Staates den Teil der Staatsschuld ab, der von öffentlichen Stellen gehalten wird, (Sondervermögen des Bundes, Sozialversicherungen usw.), so erhält man die Nettoschuld, d. h. den Teil, der vom Publikum (Banken, Unternehmen, Haushalte usw.) gehalten wird. Man spricht hier auch von der "net debt", der "publicly - held debt" oder der "outstanding debt". Vgl. E. Rolph, Debt Management: Some Theoretical Aspects, a.a.O., S. 105. Zur Brutto- und Nettoschuld vgl. auch E. R. Rolph, G. F. Break: Public Finance, New York 1961, S. 521.
- 3) Zur näheren Begründung vgl. weiter unten SS. 104 ff.

Teil I: Subjektive und objektive Liquidität

Die Wirkungen der Debt Management-Maßnahmen auf die Liquidität der Wirtschaftssubjekte, insbesondere der Kreditwirtschaft, sind der eigentliche Untersuchungsgegenstand dieser Arbeit.

Diese sog. subjektive Liquidität ist ihrerseits eine Funktion der Liquidierbarkeit bestimmter Vermögenswerte (objektive Liquidität), die sich im Besitz eines Wirtschaftssubjektes befinden. Bei der theoretischen Erörterung des hier zugrunde gelegten Liquiditätskonzeptes muß mit dem Begriff der objektiven Liquidität begonnen werden, um von dort her die subjektive Liquidität ableiten zu können.

I. Die objektive Liquidität

Wenn die objektive Liquidität als eine Eigenschaft von Vermögenswerten anzusehen ist, dann muß zwischen der Liquidität des Geldes einerseits und der Liquidität von Wirtschaftsgütern und Forderungen (hierzu gehören verbriefte und nicht verbiefte Forderungen gegen den Staat) andererseits unterschieden werden. Das Geld zeichnet sich dadurch aus, daß es durch seine Tauschmittelfunktion selbst Liquidität für denjenigen darstellt, der es besitzt (Primärliquidität).¹⁾ "In der Geldwirtschaft ver-

1) Als Primärliquidität können die "Zahlungsmittel" im Sinne von Schneider angesehen werden. Die Zahlungsmittel setzen sich demnach aus Zentralbankgeld (Banknoten und Sichtguthaben bei der Notenbank) und Giralgeld (Sichtguthaben bei den Banken) zusammen (E. Schneider: Einführung in die Wirtschaftstheorie, Band III, Tübingen 1965, S. 6). Vgl. auch E. Brehmer: Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Heft 65, Hrg. E. Schneider; Tübingen 1964, S. 99: "Einen wichtigen Einzelposten an liquiden Mitteln der Wirtschaft bilden ... die Sichteinlagen bei den Geschäftsbanken."
Zur Entstehung des Zentralbankgeldes (auch "originäres" oder "primäres" Geld genannt) und zur Schaffung des Giralgeldes (auch "derivatives" oder "sekundäres" Geld genannt) vgl. Woll, A.: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, Vahlens Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Berlin/Frankfurt a.M. 1969, S. 264 ff.

dinglicht sich die Liquidität in der Verfügung über Geld: Geld ist unter den Gütern dasjenige, dem in der jeweiligen Wirtschaftsgesellschaft höchste Liquidität zugesprochen wird.²⁾ Dagegen haben Güter und Forderungen die Eigenschaft der Primärliquidität nicht, da sie in der Geldwirtschaft keine unmittelbare Tauschmittelfunktion haben. Objektive Liquidität kommt ihnen nur insoweit zu, als sie in Geld, d. h. in Primärliquidität, umgetauscht werden können. Güter und Forderungen unterscheiden sich jedoch hinsichtlich ihres Liquiditätsgrades.³⁾ Den höchsten Liquiditätsgrad erreichen sie dann, wenn sie sofort und ohne Verlust in Geld umwandelbar sind (Sekundärliquidität).⁴⁾ So kann jedem Gut und jeder Forderung ein bestimmter Liquiditätsgrad zugeordnet werden (degree of exchangeability).⁵⁾

-
- 2) Vgl. Paulsen, A.: Liquidität und Risiko in der wirtschaftlichen Entwicklung, ein Beitrag zur dynamischen Wirtschaftstheorie, Frankfurt/M., 1950, S. 47
Vgl. auch A. Strobel: Die Liquidität, Methoden ihrer Berechnung, 2. unveränderte Auflage, Stuttgart 1953, S. 37: "Liquidität ist die durch Geld repräsentierte Verfügungsmacht über Bedarfsgüter." Diese Fassung des Liquiditätsbegriffes hat für alle Wirtschaftssubjekte Gültigkeit (Derselbe, S. 38).
Vgl. auch Definition der Liquidität von H. J. Jarchow: Theoretische Studien zum Liquiditätsproblem, Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Heft 67, Hrg. Erich Schneider, Tübingen 1966, S. 4.
Damit kommt der von Weise verwendete Begriff der Liquidität nicht in Betracht (vgl. H. Weise, Probleme der Geld- und Kreditpolitik im Lichte des Radcliffe-Reports, Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Heft 67, Hrg. Erich Schneider, Tübingen 1964, S. 100). Danach gehören zur Liquidität neben Bargeld und Kontokorrenteinlagen auch schnell und ohne Verlust veräußerbare Wertpapiere jeder Art (Aktien, Obligationen, Staatspapiere usw.)
- 3) Vgl. H. Rittershausen: Finanzwirtschaft, Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band I, Köln/Opladen 1966, S. 346: der Liquiditätsgrad richtet sich nach den unterschiedlichen Möglichkeiten, ein Gut schnell und verlustlos zu veräußern.
- 4) R. S. Sayers: Modern Banking, Seventh Edition, Oxford 1967, S. 4: "Liquidity is a word that came into common use in the discussion of financial affairs originally in the sense of capacity for being exchanged for money immediately and without loss."
- 5) R.S.Sayers, a.a.O., S. 5

1. Die natürliche Liquidität

Die für diese Arbeit vor allem interessierenden verschiedenen Formen der Staatsschuld⁶⁾ können naturgemäß den Grad der Sekundärliquidität erreichen, niemals den der Primärliquidität des Geldes.⁷⁾

Um die Liquiditätseigenschaften der Staatspapiere ihrer wirtschaftspolitischen Bedeutung nach ergründen zu können, ist die "natürliche" von der "künstlichen" Liquidität zu unterscheiden.⁸⁾ Ein Staatspapier ist mit natürlicher Liquidität ausgestattet, wenn jederzeit die Möglichkeit besteht, es am Markt (normalerweise an der Börse) zu verkaufen, d. h. in primäre Liquidität umzuwandeln oder zum Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensektors zu verwenden. Zu diesen Papieren gehören alle festverzinslichen Papiere (Obligationen) jeder Laufzeit, die zum Börsen-

6) Verwiesen sei hier auf die Ausführungen in den Kapiteln "Veränderung der Struktur der Laufzeit" (SS. 157 ff) und "Veränderung der Struktur der Übertragbarkeit" (SS. 173 ff). Während hier die für den Liquiditätsgrad der Staatspapiere bedeutsamen institutionellen Voraussetzungen behandelt werden, wird dort über den Liquiditätsgrad und seine Variationsmöglichkeiten als Instrument des Debt Management gesprochen.

7) Vgl. hierzu die Liquiditätsskalen von: H. Rittershausen; Finanzwirtschaft a.a.O., S. 347; W. Kalveram und H. Günther: Bankbetriebslehre, ein Lehr- und Nachschlagewerk für Studium und Praxis, Dritte Auflage, Wiesbaden 1961, S. 120; H. Weise, a.a.O., S. 100; O. Veit: Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, Frankfurt/M. 1948, S. 25. Nach Veit entscheidet die Eignung zum Tausch in Zentralbankgeld

über den Liquiditätsgrad. Danach sind Liquidität und Geld weitgehend gleichbedeutende Begriffe (SS. 20, 22). Ontologisch (Lehre vom Sein) liegen Geld und Liquidität nicht auf einer Stufe. Das Bedürfnis, das mit Geld befriedigt wird, ist selbst kein Gut. Als Geld wird das Gut bezeichnet, das die Liquidität ausmacht.

8) H. Rittershausen: Finanzwirtschaft a.a.O., S. 348

handel zugelassen sind, wie z. B. die mit einer Laufzeit bis zu vier Jahren ausgestatteten Kassenobligationen⁹⁾ und festverzinsliche Schatzanweisungen, die auch mit einem Zinsscheinbogen ausgestattet sind.¹⁰⁾

Der natürliche Liquiditätsgrad festverzinslicher Titel erhöht sich mit dem Herannahen des Fälligkeitstermins. Ursprünglich langfristige Papiere, die eine Restlaufzeit von nur noch einem Jahr haben, können von der Liquidität her gesehen praktisch zu den Geldmarkttiteln gerechnet werden;¹¹⁾ d. h. sie stellen für ihren Besitzer insofern sekundäre Liquidität dar, als in naher Zukunft mit dem Zufluß von Zentralbankgeld zu rechnen ist, sofern die Tilgung aus Mitteln der Notenbank erfolgt. "Vor allem ist es ... ein grundsätzlicher Irrtum, wenn im Rahmen von Liquiditätsdiskussionen überwiegend nur die umlaufenden Schatzwechsel in Betracht gezogen werden und allgemein übersehen wird, daß zur Einlösung anstehende langfristige Titel potentiell denselben Liquiditätsgrad besitzen können."¹²⁾ Langfristige Papiere mit einer

9) G. Hedtkamp: Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Neuwied und Berlin 1968, S. 222; ferner: P. Muthesius: Die Bankbilanz, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 28, Hrg. P. Möhring, H. Rittershausen, Frankfurt/M., 1964, S. 16

10) K. H. Hansmeyer: Der öffentliche Kredit, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 23, Hrg. P. Möhring u. H. Rittershausen, Frankfurt/M. 1965, S. 12

11) R. Nowak: Der Finanzmarkt, New York, Köln/Opladen 1967, SS. 196, 208.
Vgl. auch die Ausführungen von W. Kalveram, H. Günther, a.a.O., SS. 267, 268 zur "Planungsrechnung". Wenn auch Staatspapiere hier nicht ausdrücklich erwähnt sind, müssen sie, da es sich um eine Vorausschaurechnung handelt, in die Planungsrechnung einbezogen werden. Denn auch die Fälligkeitstermine der langfristigen Staatspapiere sind bei der "Entwicklung der finanziellen Verhältnisse" maßgebend.

H. Rittershausen: Finanzwirtschaft, a.a.O., S. 349, unterscheidet in ähnlichem Zusammenhang zwischen der nominellen und der effektiven Liquidität. Ginge man bei der Beurteilung der Liquidität von den nominellen Bilanzpositionen aus, so müßte man z. B. ein Grundstück als illiquiden Vermögensbestandteil ansetzen, auch wenn es schon an dem dem Bilanzstichtag folgenden Tage verkauft würde. Effektiv betrachtet wäre dieses Grundstück hoch liquide. Diese Überlegung kann auf Staatspapiere analog angewendet werden.

12) H. Weise, a.a.O., S. 137

Restlaufzeit von höchstens einem Jahr können also in die kurzfristigen Finanzdispositionen einbezogen werden, was auch durch fälligkeitsgerechtes Sortieren des Bankenportefeuilles in der Praxis geschieht.¹³⁾

Daß langfristige Papiere dem Geldmarkt nicht zurechenbar sind, schließt auf der anderen Seite die Möglichkeit nicht aus, sie bei stabilen Kursen schnell und verlustlos an der Börse zu verkaufen, so daß auch langfristige Papiere de facto mit einem hohem Grad an natürlicher Liquidität ausgestattet sein können. Dabei ist zu bedenken, daß der Verkauf über die Börse nur dann zum Zufluß von Zentralbankgeld führt, wenn die Notenbank die Papiere kauft; andernfalls kommt es nur zu einer Verschiebung von Zentralbankgeld oder Giralgeld unter den Wirtschaftssubjekten.

Der natürlichen Liquidität sind aber von der Aufnahmefähigkeit des Marktes her insofern Grenzen gesetzt, als ohne erhebliche Kurseinbuße immer nur begrenzte Mengen in Primärliquidität umgewandelt werden können.

Entschließen sich nun der Staat und/oder die Notenbank zur Kurspflege, um den ursprünglichen Liquiditätsgrad des Papiers zu garantieren, kann von einer natürlichen (marktgerechten) Liquidität kaum noch gesprochen werden.

2. Die künstliche Liquidität

Der natürlichen steht die künstliche Liquidität gegenüber, die einem Papier durch besonderen Beschluß der Notenbank verliehen wird¹⁴⁾ und es den Inhabern dieser Papiere ermöglicht, diese ohne Rücksicht auf die jeweilige Marktlage und sofort bei der Notenbank in Zentralbankgeld umzuwandeln. So basiert die sog. Zentralbankfähigkeit vieler öf-

13) E. Brehmer, a.a.O., S. 43

14) R. Stucken: Geld und Kredit, 2. Auflage 1957, S. 111

fentlicher Schuldtitel auf der Lombard- bzw. Ankaufts-
sage der Notenbank, wobei für die Ankaufts-
sage einschränkend hinzuzufügen ist, daß sie zwar in jedem Zeitpunkt
besteht, aber nicht immer ohne Verluste für den Veräußerer
wahrgenommen werden kann: z. B. ist i. d. R. die Effektiv-
verzinsung der vor ihrer Fälligkeit an die Notenbank zu-
rückgegebenen zentralbankfähigen Papiere geringer als
der Papiere, die bis zu ihrer Fälligkeit gehalten werden.

Der Wertpapierlombard ist ein von der Notenbank gegen die
Verpfändung von Schuldtiteln gewährter kurzfristiger Kredi-
dit (höchstens drei Monate). Nach § 19, I, ²¹⁴ des Bundes-
bankgesetzes dürfen u. a. die folgenden Papiere beliehen
werden: Schatzwechsel bis zu 9/10 ihres Nennbetrages, un-
verzinsliche Schatzanweisungen, die vom Zeitpunkt der
Beleihung an innerhalb eines Jahres fällig werden, bis
zu 3/4 ihres Nennbetrages, festverzinsliche Schuldver-
schreibungen und Schuldbuchforderungen, deren Aussteller
oder Schuldner der Bund, ein Sondervermögen des Bundes
oder ein Land ist, bis zu 3/4 ihres Kurswertes und im
Schuldbuch eingetragene Ausgleichsforderungen bis zu 3/4
ihres Nennbetrages.¹⁵⁾ Obwohl im § 19, I, Ziff. 3 BBG
keine in der kreditnehmenden Bank liegenden weiteren Voraus-
setzungen für die Gewährung von Lombardkrediten gemacht
werden, richtet sie sich im konkreten Einzelfall doch
nach der kreditpolitischen Lage und nach den individuellen
Verhältnissen der kreditsuchenden Bank. Ein Lombardkredit
soll grundsätzlich nur dann gewährt werden, wenn es sich
um die kurzfristige Überbrückung eines vorübergehenden
Liquiditätsbedürfnisses handelt und wenn auch sonst keine

15) Die Regelung im Bundesbankgesetz enthält nur das Ef-
fektenlombardgeschäft. Die Möglichkeit, Edelmetalle,
Aktien und Kaufmannswaren zu beleihen, besteht im
Gegensatz zum Reichsbankgesetz heute nicht mehr (vgl.
J. von Spindler, W. Becker, O.-E. Starke: Die deutsche
Bundesbank, Grundzüge des Notenbankwesens und Kommen-
tar zum Gesetz über die Deutsche Bundesbank, zweite
Auflage, Stuttgart 1957, S. 216

Bedenken gegen den Zweck der Kreditaufnahme bestehen.¹⁶⁾ Diese im regulären Lombardgeschäft stillschweigend einzuhaltenden Regeln sind - in abgewandelter Form - im Sonderlombardgeschäft des § 24 BBG ausdrückliche Vorschrift. Danach kann ein Kredit diesen Musters nur gewährt werden, "... soweit und solange es zur Aufrechterhaltung der Zahlungsbereitschaft des Verpfänders erforderlich ist."¹⁷⁾

Berücksichtigt man diese Einschränkungen bei der praktischen Handhabung der Lombardpolitik durch die Notenbank im regulären Lombardgeschäft und der für den Sonderlombard geltenden besonderen Vorschriften, kann von einer generellen Beeinflussung des Liquiditätsgrades von Staatspapieren nicht gesprochen werden. Hinzu kommt die Unselbstständigkeit des Lombardsatzes, der normalerweise ein Prozent höher als der Diskontsatz liegen muß.

Während das Gesetz beim regulären Lombardkredit den Teilnehmerkreis auf Kreditinstitute beschränkt (Wortlaut des § 19, I BBG: "Die Bundesbank darf mit Kreditinstituten..."), dehnt es ihn beim Sonderlombardgeschäft auf Bausparkassen und Versicherungen aus (§ 24 BBG), wobei eine Beleihungsgrenze nicht besteht.¹⁸⁾

Durch den Sonderlombard wollte man insbesondere den Liquiditätsgrad der den Kreditinstituten, Bausparkassen und Versicherungen zustehenden Ausgleichsforderungen verbessern.¹⁹⁾

Die durch die Ankaufozusage der Notenbank begründete Zentralbankfähigkeit hat eine wesentlich größere Bedeutung

16) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1957, S. 61 und 1959, S. 53

17) § 24, I Bundesbankgesetz

18) W. Becker, J. v. Spindler, C. E. Starke, a. a. O., S. 239

19) H. Haase: Die Lombardpolitik der Zentralnotenbank, Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 66, Berlin 1962, S. 83

für den Liquiditätsgrad der Staatspapiere, da sie an keinerlei individuelle Auflagen des Anbieters und Marktkonstellationen gebunden ist. Gem. § 19, I BBG darf die Bundesbank Schatzwechsel an- und verkaufen, wenn sie vom Bund, einem Sondervermögen des Bundes oder von einem Land ausgestellt und vom Tage des Ankaufs an innerhalb von drei Monaten fällig werden. Der sich auf diese Vorschriften gründende, von der Bundesbank geübte Brauch, Schatzwechsel jederzeit und ohne Anrechnung auf die Rediskontkontingente anzukaufen, verleiht diesen die Marktgängigkeit.²⁰

Außer den Schatzwechseln werden unverzinsliche Schatzanweisungen²¹⁾ und Vorratsstellenwechsel²²⁾ zu den geldmarktfähigen Titeln gerechnet.²³⁾ Vorratsstellenwechsel

-
- 20) H. Lipfert: Der Geldmarkt, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 1, Hrg. P. Möhring, H. Rittershausen, Frankfurt/M. 1963, S. 18.
Brehmer merkt hierzu an, daß die Zentralbankfähigkeit, die aus der Lombard- und/oder der Ankaufsbereitschaft der Zentralnotenbank entsteht, eine notwendige Vorbedingung für die Geldmarktfähigkeit ist. Das bedeutet nicht, daß Papiere, die aufgrund einer Lombardzusage zentralbankfähig sind, auch die Geldmarktfähigkeit haben. Letztere erlangen sie erst durch die Ankaufszusage der Notenbank (E. Brehmer, a.a.O., S. 107, Fußnote 1); s. ferner W. Kalveram, H. Günther, a.a.O., S. 120, Ziff. b.)
- 21) Höchstlaufzeit gem. § 3, Absatz 2 KSchO. auf 18 Monate begrenzt, vgl. F. Höfermann: Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Veröffentlichungen des Bank- und Börsenseminars der Universität Köln, Hrg. F. Höfermann und H. Rittershausen, Frankfurt/M. 1959, S. 12, der einer mündlichen Mitteilung der Landeszentralbanken zufolge die U.-Schätze als Geldmarktpapiere aufführt. (Ebenda, S. 12, Fußn. 24).
- 22) Vorratsstellenwechsel sind Solawechsel der vier Einfuhr und Vorratsstellen (Butter, Getreide, Fleisch, Zucker), die eingerichtet wurden, um das Preisniveau wichtiger landwirtschaftlicher Güter stabil zu halten. Die Vorratsstellenwechsel sind durch Waren "gedeckt" und vom Bund verbürgt. (Banklexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen, 5. neu bearbeitete und erweiterte Auflage, bearbeitet von G. Müller, J. Löffelholz, Wiesbaden 1963, Sp. 1493, 1494).
- 23) Zur Zentralbankfähigkeit der Vorratsstellenwechsel siehe Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1967, S. 97: "Auf Grund besonderer Beschlüsse

werden aber nur dann ohne Anrechnung auf die Rediskontkontingente angekauft, wenn sie schon über den Geldmarkt gelaufen sind und ihre Restlaufzeit nicht mehr als 30 Tage beträgt.²⁴⁾

Während die natürliche Liquidität vom Marktvolumen und der Kursentwicklung her begrenzt ist, kann die künstliche Liquidität geldmarktfähiger Titel als unbegrenzt angesehen werden, solange die Ankaufsbereitschaft der Notenbank fortbesteht.

Ein Schuldtitel ist mit natürlicher und künstlicher Liquidität zugleich ausgestattet, wenn nicht nur die Notenbank, sondern auch die anderen Banken und Finanzinstitutionen als Marktpartner in Betracht kommen. Diese Möglichkeit besteht in der Bundesrepublik für Staatsschuldtitel z. Zt. nicht, da hier die Banken untereinander nicht mit Geldmarktpapieren des Staates handeln, sondern nur mit der Bundesbank kontrahieren können.²⁵⁾ Öffentliche Geldmarkt-

des Zentralbankrates werden Solawechsel der Einfuhr- und Vorratsstellen (Vorratsstellenwechsel) bis zu bestimmten, jeweils terminierten Höchstbeträgen für ankaufsfähig erklärt und in die Geldmarktregulierung einbezogen...". Vgl. auch W. Kayser: "Vorratsstellenwechsel", in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, redigiert und ergänzt von E. Achterberg und K. Lanz, Band II, Frankfurt/M., 1967/68, S. 1764

24) E. Brehmer, a.a.O., SS. 110, 114

25) H. Lipfert, a.a.O., S. 20. F. Höfermann, a.a.O., S. 54 spricht "von einem eingleisigen Handel in Geldmarktstiteln zwischen Notenbank und Geschäftsbanken..." Anders verhält es sich z. B. bei den Privatkonten. Sie werden von den Banken untereinander gehandelt und zugleich von der Notenbank refinanziert. Die Notenbank kauft sie von der Privatkont AG zur Regulierung des Geldmarktes und von den Banken zum Diskontsatz im Rahmen der Rediskontkontingente bzw. außerhalb derselben an, wenn die Wechsel außer dem Akzept der Privatkont AG noch eine weitere Bankunterschrift tragen und ihre Restlaufzeit 29 Tage nicht übersteigt (Vgl. Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, a.a.O., Stichworte "Privatkont AG", "Privatkonten", "Privatkontmarkt" SS. 1386, 1387

papiere haben in der Bundesrepublik also nur künstliche Liquidität, während sie in den Vereinigten Staaten auch natürliche Liquidität besitzen, da sie aufgrund banktechnischer Routine als Instrumente des Liquiditätsausgleichs dienen.²⁶⁾

Damit reduziert sich in der Bundesrepublik für den Bereich der Staatspapiere der für die Praxis des Liquiditätsausgleichs sonst bedeutende Unterschied zwischen der "eligibility" und der bloßen "shiftability" praktisch auf die "eligibility".²⁷⁾ Dadurch, daß der Markt für Zentralbankgeld, auf dem die Banken untereinander handeln, vom Markt der zentralbankfähigen Papiere, auf dem sie mit der Notenbank kontrahieren, getrennt ist, sind "shiftability" und "eligibility" nur selten in einem Papier vereint.

26) H. Weise, a.a.O., S. 137

27) Zu den Begriffen "eligibility" und "shiftability" siehe R. Stützer: Die Wertpapieranlage der Kreditinstitute, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Band 5, Hrg. F. Voigt, Berlin 1957, S.99 f. Danach ist "shiftability" die Möglichkeit, ein Aktivum an eine andere Bank, ein Finanzierungsinstitut oder am Markt zu verkaufen. "Eligibility" ist gleichbedeutend mit "Zentralbankfähigkeit".

II. Die subjektive Liquidität

Unter der subjektiven (einzelwirtschaftlichen) Liquidität versteht man die Eigenschaft einer Institution oder Person, die sie instand setzt, einen "rechtzeitigen Geldanschluß"¹⁾ an den volkswirtschaftlichen Prozeß zu erlangen; Liquidität ist damit die wesentliche Vorbedingung für die Teilnahme eines Wirtschaftssubjektes am arbeitsteiligen wirtschaftlichen Prozeß. Den volkswirtschaftlichen Funktionen eines Wirtschaftssubjektes entsprechend (Haushalt bzw. Verbraucher, Handels- und Produktionsunternehmen, Kreditinstitut, Staat) hat das Liquiditätsphänomen ganz verschiedene, für die einzelnen Sektoren jeweils charakteristische Merkmale, die im folgenden dargestellt werden sollen.

1. Die Liquidität der Banken

1.1 Zusammensetzung und betriebswirtschaftliche Funktionen der Bankenliquidität

Der Bankenliquidität kommt als Aktionsparameter des Debt Management eine zentrale Bedeutung zu. Durch die den Banken eigentümliche kreditwirtschaftliche Verknüpfung mit den übrigen Sektoren der Wirtschaft müssen von ihrem Verhalten entscheidende Impulse auf den gesamtwirtschaftlichen Ablauf ausgehen.²⁾ Schon die Feststellung von Veit, daß "... im Verlauf der wirtschaftlichen Entfaltung ... die Notwendigkeit, ... aktuelle und potentielle Liquidität bereitzuhalten, in unvorstellbarem Maße angewachsen (wäre, der Verf.), hätte nicht der Bankkredit ein verein-

1) R. Stucken, a.a.O., S. 105

2) R. Stützer, a.a.O., S. 5.

Vgl. auch H. Weise, a.a.O., S. 13, der die Ursache dafür, daß die geldpolitischen Kontrollen im Bankensektor ansetzen, in dessen zentraler Rolle im gesamten Finanzsystem der Volkswirtschaft sieht.

fachtes Bereitstellen von Liquidität ermöglicht,"³⁾ deutet darauf hin, daß jede Veränderung der Bankenliquidität Wirkungen auf das Halten von Liquidität der übrigen Wirtschaft haben muß.

Wenn sich die theoretischen Determinanten der Bankenliquidität als äußerst problemreich und komplex erweisen, so hat dies zwei Gründe: einerseits sind die mit dem Passiv- und Aktivgeschäft verbundenen Zu- und Abgänge an Zentralbankgeld, die auf die Initiative eigener und/oder fremder Bankkunden zurückgehen, im vorhinein nicht bekannt und können daher von der einzelnen Bank kaum beeinflußt werden.⁴⁾ Andererseits sehen sich die Banken aufgrund ihres Rentabilitätsstrebens veranlaßt, die an sich täglich fälligen Gelder in Krediten auszuleihen, die - anders als die Depositen - nicht täglich gekündigt werden können. Mit konsequenter Einhaltung der sog. "Goldenen Bankregel"⁵⁾ würde man diesem sich speziell den Banken stellenden Liquiditätsproblem aus dem Wege gehen: Depositen könnten dann nicht länger als nur für einen Tag ausgeliehen werden, und es müßten ihnen in voller Höhe liquide Mittel

3) O. Veit: Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität a.a.O., S. 48

Unter "aktueller" Liquidität versteht Veit die Bereitschaft zur Überbrückung von Zeitspannen zwischen der Anforderung von Tauschmitteln für laufende Tauschgeschäfte und dem laufenden Eingang solcher Tauschmittel. Dagegen soll die "potentielle" Liquidität für den Fall eines nicht voraussehbaren Liquiditätsbedarfs oder einer günstigen Möglichkeit zur Vermögensanlage zur Verfügung stehen (O. Veit, a.a.O., S. 26)

4) Vgl. hierzu: O. Prall: "Liquiditäts- und Anlagepolitik der Kreditbanken", Enzyklop. Lex., Band II, a.a.O., S. 1152

H.-J. Jarchow, a.a.O., S. 71

R. Stucken, a.a.O., S. 117

5) Nach W. Kalveram u. H. Günther lautet die "Goldene Bankregel" in ihrer ursprünglichen Fassung etwa: "Eine Bank darf nur Kredite mit solchen Fälligkeiten geben, die den Fälligkeiten ihrer eigenen Verpflichtungen entsprechen." (W. Kalveram u. H. Günther, a.a.O., S. 120)

oder Kredite mit täglicher Fälligkeit gegenüberstehen, für die die Volkswirtschaft kaum eine Verwendung hat.⁶⁾ (Fristenparallelitätsprinzip).⁷⁾ Die zeitliche Transformation, die die Banken durch das Ausleihen täglich fälliger Gelder herbeiführen, entspricht ihrer eigentlichen Ausgleichsfunktion: die Fristen, für die die Geldgeber Liquidität aufzugeben bereit sind, stimmen nicht mit den Fristen überein, die zur Finanzierung der für die moderne Wirtschaft charakteristischen Umwegsproduktion nachgefragt werden.⁸⁾ So begnügt man sich zur Aufrechterhaltung des täglichen Zahlungsverkehrs mit einem gewissen Prozentsatz ("Bodensatz") an Depositen, der als Erfahrungssatz i. d. R. in Primärliquidität gehalten wird. Diese Liquiditätsvorsorge in dem Umfang, in dem Verbindlichkeiten tatsächlich geltend gemacht werden, nennen Kalveram und Günther die "modifizierte Goldene Bankregel".⁹⁾

Schon nach diesem kurzen Überblick zeigt sich der speziell im Bankensektor ausgeprägte Widerspruch zwischen der betriebsnotwendigen Liquidität einerseits - und gerade diese ist im Bankbetrieb schwer zu bestimmen - und dem Rentabilitätsstreben als dem grundsätzlichen Ziel wirtschaftlicher Tätigkeit andererseits.¹⁰⁾ Dennoch darf die modifizierte goldene Bankregel nicht als ein mehr oder weniger zweifelhafter Kompromiß zwischen Liquiditätsbedarf und Rentabilitätsstreben abgewertet werden: sie soll vielmehr einen optimalen Ausgleich zwischen Liquiditätsvorsorge und Rentabilitätsstreben herbeiführen. Dabei wird der Reservesatz aufgrund langfristiger Erfahrung (Zahlungssitten, saisonbedingte Liquiditätsbelastungen,

6) R. Stucken, a.a.O., S. 106

7) O. Prall, Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1153

8) R. Stucken, a.a.O., SS. 110 f

9) W. Kalveram u. H. Günther, a.a.O., S. 121

10) L. V. Chandler: The Economics of Money and Banking, New York, London 1968, S. 118 ff

konjunkturelle Lage, steuerliche Belastungen usw.) festgelegt.

Die Liquidität einer Bank setzt sich aus ihrem Bargeldbestand, ihrem Zentralbankguthaben und ggf. den Nostroguthaben (Guthaben bei anderen Banken)¹¹⁾ zusammen. Die Nostroguthaben zählt Jarchow zwar nur zu den liquidierbaren Aktiva,¹²⁾ was aber angesichts der Bonität von Kreditinstituten nicht gerechtfertigt ist. Dagegen müssen Nostroguthaben bei der Liquiditätsberechnung des gesamten Bankensektors außer Ansatz bleiben, da sie nur Guthaben der Banken untereinander sind, also kein Zentralbankgeld darstellen.

Wichtigster Bestandteil der Liquidität im Bankensektor ist das Guthaben bei der Notenbank, das jedoch nur zum Teil verfügbar ist, da zunächst die Mindestreserveverpflichtungen abgezogen werden müssen. Von den danach verbleibenden "Überschußreserven"¹³⁾ (excess reserves) müssen sodann anderweitige Verpflichtungen der Banken bei der Notenbank abgesetzt werden. Erst der dann verbleibende Rest der Zentralbankguthaben kann als frei verfügbare Zentralbankgeldreserve des Bankensystems (free reserves) angesehen werden.¹⁴⁾ Diese "free reserves" haben im Bankensystem zunächst die bereits erläuterte Funktion, die laufenden Zahlungsverpflichtungen aus dem Aktiv- und Passivgeschäft zu erfüllen, so daß dieser Teil der Liquidität als "betriebsnotwendige Liquidität" bezeichnet werden kann. Zum anderen dienen die "free reserves" der Gewährung neuer Kredite,¹⁵⁾ einer Tätigkeit, in der

11) E. Schneider: Einführung in die Wirtschaftstheorie, a.a.O., Band III, S. 6

12) H.-J. Jarchow, a.a.O., S. 78

13) Vgl. Friedrich Lutz: Die Liquidität des Bankensystems und die Zinssätze, Weltwirtschaftliches Archiv 87, 1961:2, S. 273

14) C. Prather: Money and Banking, 6th Edition, Homewood, Illinois 1957, S. 392 und F. Lutz, a.a.O., S. 274

15) Vgl. E. Schneider: Einführung in die Wirtschaftstheorie, Band III, a.a.O., S. 18 und H.-J. Jarchow, a.a.O., S. 71

die Banken autonom sind, so daß der hierfür zur Verfügung stehende Teil der Liquidität als "dispositive Liquidität" bezeichnet werden kann. Das Debt Management zielt darauf ab, gerade diesen Teil der Liquidität in den Griff zu bekommen.

Bei der Behandlung der einzelnen Instrumente wird gezeigt werden, unter welchen Umständen die Banken bereit sind, Staatspapiere zu kaufen bzw. zu verkaufen und dadurch ihre dispositive Liquidität zu verkleinern bzw. zu vergrößern, wobei jeweils zu beachten ist, daß betriebsnotwendige und dispositive Liquidität in enger funktionaler Wechselbeziehung zueinander stehen, "... da der Zahlungsverkehr den Banken Kreditmittel zuführt und die Kreditgewährungen der Banken die Zahlungsverfügungen ihres Kundenkreises wiederum vermehren."¹⁶⁾

1.2 Die gesetzlichen Vorschriften zur Bankenliquidität

Gen. § 16 BBG sind die Kreditinstitute verpflichtet, einen bestimmten Prozentsatz ihrer kurzfristigen Verbindlichkeiten (Sicht- und Termineinlagen mit Ausnahme der Einlagen inländischer Banken untereinander) in Form von Sichtguthaben bei der zuständigen Landeszentralbank zu unterhalten, wobei dem währungspolitischen Anliegen vor der Sicherung der Zahlungsbereitschaft, dem ursprünglichen Zweck der Mindestreserven, der Vorrang gebührt.¹⁷⁾ Zu den mindestreservepflichtigen Kreditinstituten gehören heute in der Bundesrepublik alle Unternehmungen, die Bankgeschäfte im Sinne des § 1, I KWG von 1961 betreiben, mit

16) W. van Wyk: Die Gelddispositionen der Banken, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrg. P. Möhring, H. Rittershausen, Frankfurt/M. 1966, S. 14

17) W. Kalveram/H. Günther, a.a.O., S. 295
Zu den historischen Hintergründen der Mindestreservepolitik vgl. J. H. van Zwooll, Mindestreserven als Mittel der Geld- und Kreditpolitik, Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten, Hrg. G. Schmolders, Neue Folge Heft 8, Berlin 1954, S. 9 ff

Ausnahme der in § 2, I Nr. 4-9 KWG genannten Institutionen (Sozialversicherungen, private Versicherungsunternehmen, Bausparkassen u.a.). Danach gehören z. B. auch die Sparkassen zu den Kreditinstituten, die bei den Landeszentralbanken Mindestreserven zu unterhalten haben,¹⁸⁾ wobei aber die bei den Girozentralen zu haltenden Reserven angerechnet werden.

Es wäre nicht richtig, dem § 16, II BBG entnehmen zu wollen, die Mindestreservenvorschriften würden ständig Mittel binden, die für andere Zwecke auch nicht mehr zeitweise zur Verfügung ständen. Der Mindestreservepflicht ist Genüge getan, wenn das Guthaben der Banken bei der Bundesbank das aufgrund der Bankverbindlichkeiten errechnete Reservesoll im Durchschnitt (bezogen auf den Zeitraum eines Monats) erreicht.¹⁹⁾

Diese Regelung gibt den Banken einen gewissen Spielraum bei der Berechnung ihres täglichen Liquiditätsbedarfs u. a. für den Zahlungsverkehr²⁰⁾ und für ihre Anlagen am Geldmarkt. Diese in der Literatur mit Nachdruck hervor gehobene "Freizügigkeit" der Mindestreserven darf aber nicht überbewertet werden. Eine Bank, die für einige Tage ihren Mindestreserveverpflichtungen formell nicht nachkommt, muß sich anschließend um so mehr Liquiditätsbeschränkungen auferlegen, um am Monatsende den geforderten Durchschnittsbestand zu erreichen.

Weitere für die Bankenliquidität relevante gesetzliche Vorschriften sind die "Grundsätze über das Eigenkapital

18) E. Floss: Auswirkungen der Mindestreservepflicht unter besonderer Berücksichtigung der Sparkassen, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Schriften des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Hochschule für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Nürnberg, Hrg. F. Voigt, Band 4, Berlin 1956, S. 33

19) W. van Wyk, a.a.O., S. 35. Vgl. zur augenblicklichen Berechnung des Mindestreservesolls: Anweisung der Deutschen Bundesbank über Mindestreserven (AMR) vom 3. September 1962 (lt. mündlicher Auskunft der Landeszentralbank Köln)

20) E. Brehmer, a.a.O., S. 39, Fußnote 2) dort und W. van Wyk, a.a.O., SS. 38, 39

und die Liquidität der Kreditinstitute", die vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen gemäß § 11, Satz 1 des 1962 neu gefaßten Kreditwesengesetzes²¹⁾ erlassen werden.²²⁾ Sie enthalten u. a. Vorschriften über die Kapital- und Liquiditätsausstattung der Kreditinstitute.²³⁾ Während die Mindestreservenvorschriften die Liquidität der Banken direkt betreffen, sind die "Grundsätze" für die Bankenliquidität nur von indirekter Bedeutung. So z. B. suchen die Grundsätze II und III²⁴⁾ durch Festlegung bestimmter Bilanzrelationen zwischen den kurz- und langfristigen Anlagen einerseits und den Finanzierungsmitteln andererseits die Banken zu einem bestimmten Liquiditätsverhalten zu veranlassen. Gleichzeitig bewirken die Grundsätze eine gewisse Vereinheitlichung des Liquiditäts- und Anlageverhaltens im Bankensektor.²⁵⁾

21) § 11, Satz 1 des Kreditwesengesetzes lautet: "Die Kreditinstitute müssen ihre Mittel so anlegen, daß jederzeit eine ausreichende Zahlungsbereitschaft gewährleistet ist."

Die Grundsätze werden im Einvernehmen mit der Bundesbank nach Anhören der Spitzenverbände der Kreditinstitute erlassen.

22) Für die Mitwirkung der Bundesbank gelten die allgemeinen Regeln des § 7, I, Satz 1 KWG: "Das Bundesaufsichtsamt und die Deutsche Bundesbank arbeiten nach Maßgabe dieses Gesetzes zusammen." (C. Zimmerer, H. Schönle, Kreditwesengesetz, Systematische Einführung und Kommentar, Wiesbaden 1962, SS. 145, 135)

Zu beachten ist dabei, daß das Bundesaufsichtsamt bei der Ausgestaltung der Grundsätze nicht gebunden ist und die letzte Entscheidung zu fällen hat (C. Zimmerer, H. Schönle, SS. 145, 155)

Auch sind die Grundsätze weder unmittelbar verbindliche Rechtsverordnungen noch Verwaltungsakte (C. Zimmerer, H. Schönle, a.a.O., S. 145 KWG). Gesetzeskraft hat nur der § 11 KWG.

Das bedeutet aber noch nicht, daß damit jede Handhabe entfällt, die Kreditinstitute zur Einhaltung der Grundsätze zu veranlassen. Zu den Maßnahmen, die das Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen im Fall der Nichtbeachtung der Grundsätze gegen einzelne Kreditinstitute ergreifen kann, s. §§ 45 ff KWG.

23) Zur heutigen Fassung der Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute s. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, SS. 102 ff

24) Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, S. 103

25) W. van Wyk, a.a.O., S. 30. van Wyk bezieht seine Fest-

Ähnlich wie in der Bundesrepublik bestehen auch in den Vereinigten Staaten für die Bankenliquidität maßgebliche gesetzliche Vorschriften, in denen der dualistische Charakter des US-Bankensystems zum Ausdruck kommt: alternativ gelten dem rechtlichen Status einer Kreditbank entsprechend (state banks, national banks, member banks) Regelungen auf einzelstaatlicher und auf Bundesebene.²⁶⁾

Die Nationalbanken und die nach einzelstaatlichem Recht betriebenen Banken (state banks), soweit sie freiwillig dem Federal Reserve System beigetreten sind (für die Nationalbanken ist die Mitgliedschaft obligatorisch), müssen nach den Vorschriften des Federal Reserve Systems Mindestreserven in Form von Zentralbankgeld, d. h. in Bargeld und Guthaben bei den Reservebanken, unterhalten. Dabei sind die Reservesätze nach Klassen von Geschäftsbanken (central reserve city banks, reserve city banks, country banks) und nach der Fristigkeit der Einlagen (demand deposits, time deposits, savings deposits) gestaffelt. Wie in der Bundesrepublik brauchen die Mindestreserven nur im Durchschnitt, bezogen auf einen bestimmten Zeitraum, gehalten zu werden. Die state banks, die nicht Mitgliedsbanken sind, unterhalten Mindestreserven nach einzelstaatlichen Vorschriften, die zum Teil erheblich voneinander abweichen. Der wichtigste Unterschied zu den von den Mitgliedsbanken zu haltenden

stellung noch auf die sog. "Kreditrichtsätze", die als Vorläufer der "Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute" gelten können und von der Bundesbank erstmalig am 31. 5. 1951 festgesetzt wurden.

- 26) Vgl. zum Bankwesen der Vereinigten Staaten von Amerika: R. I. Robinson: The Management of Bank Funds; Second Edition, New York, San Francisco, Toronto, London, 1962, S. 72 ff.
J. G. Ranlett: Money and Banking, An Introduction to Analysis and Policy, New York, London, Sidney, 1965, SS. 41 ff, 158 ff
R. W. Lindholm: Money and Banking, An Introduction, New Jersey 1962

Mindestreserven besteht darin, daß i. d. R. auch Guthaben bei anderen Banken (correspondent account), Schuldtitel der Bundesregierung und gelegentlich auch Schuldtitel der Landesregierungen als Mindestreserven zugelassen sind.

Neben den Mindestreservevorschriften gelten auch in den USA für alle Banken besondere Richtsätze für die Kreditgewährung und Kapitalausstattung: für alle Mitgliedsbanken sind Mindestkapitalbeträge festgesetzt, die sich u. a. nach der Bevölkerungszahl am Sitz einer Bank richten. Stammaktien von Nationalbanken müssen zu einem Kurs emittiert werden, der der Rücklage 20 % des Grundkapitals zuführt. Diese Regelung trat im Banking Act von 1933 an die Stelle der sog. doppelten Aktionärshaftung, die sich in Krisenzeiten wenig bewährt hatte, da viele Aktionäre selbst nicht zahlungsfähig waren. Außerdem dürfen keine Dividenden ausgeschüttet werden, bevor die Rücklagen nicht die Höhe des Grundkapitals erreicht haben. Neben dieser Rücklage erscheint in den Bilanzen der Nationalbanken noch ein weiterer Rücklagenposten (undivided profits), aus der Ausschüttungen an die Aktionäre oder Übertragungen auf die vorgeschriebenen Rücklagen vorgenommen werden können.

Bei state banks wird das Anfangskapital von den Einzelstaaten festgelegt. Die vorgeschriebenen Rücklagen schwanken zwischen 10 und 100 % auf das Stammkapital, liegen aber in den meisten Fällen bei 20 %.

Schließlich bestehen noch besondere, wenn auch globale Vorschriften für das Kreditverhalten selbst, die aber nur von den Nationalbanken zu beachten sind. Ihre Kredite sind i. d. R. auf das Grundkapital und die Rücklagen beschränkt, wobei aber auch nach neuerer Auslegung die "undivided profits", Reserven für unvorhergesehene Fälle (contingency reserves) und zum Teil sogar Rücklagen für zweifelhafte Kredite (bad debts) einbezogen werden können.

1.3 Der Liquiditätsausgleich innerhalb des Bankensektors

Gelegentliche Liquiditätsüberschüsse bzw.-defizite bei einzelnen Kreditinstituten werden in der Bundesrepublik durch den Handel mit Geldern verschiedener Fristigkeiten und in den USA bekanntlich auch auf der Grundlage von Schatzwechseln ausgeglichen.²⁷⁾

Die Verschiedenartigkeit der Liquiditätssituationen auch innerhalb desselben Banktyps²⁸⁾ hat ihren Ursprung in den nicht voraussehbaren und von Bank zu Bank sich wenigstens kurzfristig unterschiedlich auswirkenden Dispositionen der eigenen und fremden Kunden. In der Liquiditätsstruktur spezialisierter Kreditinstitute mit einseitiger Kundenstruktur machen sich außerdem in besonderem Maße saisonale Schwankungen bemerkbar.²⁹⁾

Da sich die Verfügungen der Kundschaft über ihre Depositionen (Barabhebungen, Kündigungen, Neueinlagen usw.) langfristig in festen Relationen vollziehen, sieht van Wyk sie bei normalem Wirtschaftsablauf als "weitgehend stabiles Strukturelement des Geldsystems" an, so daß ein Liquiditätsausgleich langfristig nicht erforderlich sei. Das verhindert jedoch kurzfristige Liquiditätsdivergenzen nicht.³⁰⁾

Die Daten, von denen eine Bank ausgeht, wenn sie Geld bestimmter Fristigkeit (Tagesgeld, täglich fälliges Geld,

27) Zur Geldmarkttechnik in den Vereinigten Staaten vgl. C. R. Wittlesey, A. M. Freedman, E. S. Herman: Money and Banking: Analysis and Policy, New York, London 1967, insbesondere SS. 141 ff

28) Vgl. R. Stützer, a.a.O., S. 124: "In gewöhnlichen Zeiten können auch für eine einzelne Bank gewisse Liquiditätsprobleme entstehen, die nicht bei allen anderen Banken gleichzeitig gegeben sind."

29) R. I. Robinson, a.a.O., SS. 76 ff, 94 f
E. Brehmer, a.a.O., S. 12

30) W. van Wyk, a.a.O., S. 23

Monats-, Dreimonats-, Halbjahres- oder Jahresgeld)³¹⁾
anbietet oder nachfragt, können im einzelnen wie folgt
zusammengefaßt werden:³²⁾

- (a) die am Anfang des Tages vorhandene Primärliquidität
(Zentralbankgeld, Postscheckguthaben, Miroguthaben)
- (b) die erwarteten Zu- und Abgänge an Primärliquidität
- (c) der Liquiditätsbedarf zur Erfüllung der Mindestreservenpflicht
- (d) erwartete Veränderungen der Zinssätze am Geldmarkt
(z. B. Diskontsatz) im Vergleich mit der erwarteten
Entwicklung des eigenen Liquiditätsstatus
- (e) die von anderen Banken eingeräumten und noch nicht in
Anspruch genommenen Kredite
- (f) der noch nicht ausgenutzte Teil der Rediskontkontin-
gente
- (g) das Verhältnis zwischen Diskontsätzen und Geldmarkt-
sätzen für Geldmarktpapiere

"Für die einzelne Bank besteht dann ein Anlaß, Tagesgeld aufzunehmen bzw. abzugeben, wenn sich beim vorläufigen oder endgültigen Abschluß der Tageszusammenstellung des Gelddisponenten eine 'Unterdeckung' bzw. 'Überdeckung' mit Zentralbankgeld ergibt und wenn gleichzeitig aufgrund der Vordisposition für den nächsten Tag mit keinem Fortbestehen des gegenwärtigen Geldbedarfs bzw. -überschusses gerechnet wird. Erst wenn Anbieter und Nachfrager diese Erwartungen haben, ist die a l l g e -
m e i n e Bedingung für das Zustandekommen eines Austausches von Tagesgeld gegeben. Würde nämlich der Nachfrager mit einem Andauern seines Liquiditätsbedarfs auch am nächsten Tag rechnen, so nützt ihn praktisch nur die

31) H.-J. Jarchow, a.a.O., S. 76 u. 77. Jarchow vergleicht die verschiedenen Fristigkeiten mit Elementarmärkten, auf denen die Banken, ihren finanziellen Bedürfnissen entsprechend, kontrahieren können.

32) Vgl. E. Brehmer, a.a.O., S. 131 ff

Aufnahme längerbefristeter Geldmarktkredite, und zwar in einem Betrag, der neben der gegenwärtigen auch die zukünftig erwartete Liquiditätsanspannung überbrückt. Zur Überwindung eines länger als einen Tag anhaltenden Liquiditätsbedarfs stellt Tagesgeld schon deshalb ein schwaches Mittel dar, weil die Aussicht auf eine entsprechend häufige Prolongation oder sogar Neuaufnahme von Tagesgeldkrediten zu unsicher ist."³³⁾

Im Unterschied zum Tagesgeld steht täglich fälliges Geld dem Kreditnehmer nicht nur für einen Tag zur Verfügung; wohl kann es täglich mit vierundzwanzigstündiger Frist gekündigt werden, jedoch nicht vor Ablauf eines Tages, von der Kreditgewährung an gerechnet; die Mindestlaufzeit beträgt also zwei Tage. Da keine Fristen vereinbart werden, hat täglich fälliges Geld den Vorteil, daß Kreditgeber und Kreditnehmer sich jederzeit neuen Liquiditäts- und Rentabilitätsverhältnissen anpassen können.³⁴⁾

Längerfristige Geldmarktkredite setzen auf beiden Seiten weiter in die Zukunft gehende Liquiditätsdispositionen voraus als bei Tagesgeld und bei täglich fälligem Geld. Eine Bank wird z. B. nicht nur dann einen längerfristigen Geldmarktkredit aufnehmen, wenn sie eine länger andauernde Liquiditätslücke schließen will, sondern auch dann, wenn sie aufgrund ihrer Erfahrungen mit einem Liquiditätsengpaß in der Zukunft rechnet und sich infolge einer zunehmenden Geldmarktverknappung sofort mit Zentralbankgeld eindecken will. Die durch die höheren Zinskosten entstehende Rentabilitätseinbuße kann die Bank mindern, indem sie die langfristig aufgenommenen Gelder von Zeit zu Zeit als Tagesgeld oder täglich fälliges Geld ausleiht.

33) E. Brehmer, a.a.O., SS. 102 f

34) E. Brehmer, a.a.O., S. 104

Die einzelne Bank kann also, ihrem individuellen Bedarf bzw. Überschuß an Zentralbankgeld entsprechend, ein zeitlich abgestuftes Engagement mit anderen Banken eingehen und dabei Rentabilitäts- und Risikogesichtspunkte berücksichtigen: so muß sie z. B. als Nachfragerin von Geldmarktkrediten für tägliches Geld zwar einen niedrigen Zinssatz bezahlen, dafür aber das Risiko eines nicht vor-ausssehbaren Kündigungstermins in Kauf nehmen, während bei Termingeldern dem geringeren Risiko ein höherer Zins gegenübersteht.³⁵⁾

Abschließend sei noch kurz auf die besondere Bedeutung der Sparkassen für den Liquiditätsausgleich hingewiesen, die ihnen aufgrund ihrer speziellen Einlagenstruktur zukommt. Die umfangreichen Spareinlagen³⁶⁾ versorgen die Sparkassen nachhaltig mit Liquidität, die den Geschäftsbanken nicht in gleichem Maße zur Verfügung steht. Auch durch die Kassenführung für öffentliche Haushalte fließen den Sparkassen erhebliche liquide Mittel zu: besonders zu den Steuerterminen sammeln sich bei den Sparkassen Mittel an, die anderen Kreditinstituten entzogen werden.

-
- 35) Die für viele Banken bestehende Notwendigkeit eines Liquiditätsausgleichs können andere Banken dadurch spekulativ ausnutzen, daß sie täglich fällige Gelder aufnehmen und als Termingelder weiter ausleihen (Ausnutzung einer Zinsdifferenz) oder aber die Zinsunterschiede für gleiche Kreditfristen an verschiedenen Geldmarktplätzen ausnutzen (Zinsarbitrage). Solche Spekulationen gibt es aber am Geldmarkt weit weniger als an der Börse. (Vgl. F. Höfermann, a.a.O., SS. 48 f.)
- 36) Für Spareinlagen sind im allgemeinen niedrigere Mindestreserven zu halten als für Termin- und Kündigungsgelder (C. Zimmerer, H. Schönle, a.a.O., S. 49). Gem. § 16 BBG liegt der Höchstsatz der Mindestreserven für befristete Verbindlichkeiten bei 20 %, für Spareinlagen bei 10 %.

2. Die Liquidität der Nichtbanken

2.1 Die Liquidität der Unternehmungen

Da zwischen den Kasseneingängen und Kassenausgängen eine Zeitdifferenz liegt, sind die Unternehmungen und Haushalte gezwungen, Liquidität in bestimmter Höhe, also eine Umsatzkasse bereitzuhalten,³⁷⁾ was, genau wie bei den Banken, im Widerspruch zum Rentabilitätsstreben steht. Während bei den Banken Wertpapiere und Kredite verschiedener Laufzeit als Aktiva den Passiva gegenüberstehen, sind es bei den Produktions- und Handelsunternehmen in der Hauptsache die Anlagen und Vorräte. Die Liquiditätsdispositionen sind bei diesen Wirtschaftssubjekten an den von eigenen Entscheidungen stärker abhängenden Umsatzprozeß gebunden und damit weit weniger unsicher als in der Kreditwirtschaft, für die der sich aus ^{den} monetären Dispositionen der Wirtschaftssubjekte ergebende Unsicherheitsfaktor zum beherrschenden Liquiditätsproblem wird.

Da Produktions- und Handelsunternehmen mit einer beschränkten Anzahl von Gütern und Diensten operieren, ist es ihnen möglich, die relevanten Dispositionen anderer Wirtschaftssubjekte (Kunden und Lieferanten) genauer zu überblicken als der Bankier, für den sich im Faktor Geld die Verfügungsmacht seiner und fremder Kunden über alle nur denkbaren Güter und Dienste manifestiert.³⁸⁾

37) A. Woll: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, a.a.O., S. 272. Zur genaueren Erläuterung der Zeitüberbrückungsfunktion der Umsatzkasse bei Unternehmungen und Haushalten s. dort angeführtes Modell.

38) Weinstock bezeichnet aus diesem Grund die Bankenliquidität als volkswirtschaftliche Liquidität (E. Weinstock: Das Liquiditätsproblem bei Haushalts- und Fabrikunternehmen, Berlin, Wien, Zürich 1937, SS. 3 ff) Mit Recht stellt Paulsen fest, daß alle wirtschaftlichen Entscheidungen Liquiditätsentscheidungen sind (A. Paulsen, a.a.O., S. 45) Zum Vergleich der Bankenliquidität mit der Unternehmensliquidität vgl. H.-D. Jarchow, a.a.O., SS. 69 f und R. Stucken, a.a.O., S. 106

Auf der anderen Seite sind die Banken nicht in dem gleichen Maße an bestimmte Zahlungsstermine gebunden wie ein Unternehmen, hinter dessen kurzfristigen Verbindlichkeiten i. d. R. eine Warenlieferung steht, deren Kaufpreis termingerecht beglichen werden muß. Das Unternehmen ist also gezwungen, seine aktiven und passiven Kreditfristen exakter aufeinander abzustimmen.³⁹⁾ Es hat nur in geringerem Maße die Möglichkeit, die laufenden Ein- und Auszahlungen in Höhe und zeitlicher Verteilung in gewissen Grenzen zu manipulieren.⁴⁰⁾ Es kann jedoch auf der Ausgabenseite z. B. versuchen, einen (in der Regel extrem teuren) Lieferantenkredit in Anspruch zu nehmen, um entweder einen Liquiditätsengpaß zu vermeiden oder Projekte zu finanzieren, deren Durchführung sonst nicht möglich gewesen wäre. Auch kann ein Unternehmen ggf. versuchen, den von einer Bank gewährten kurzfristigen Betriebsmittelkredit zu prolongieren.

Man kann - und das ist für das Debt Management wichtig - die Liquidität eines Unternehmens nicht als eine einheitliche Gesamtgröße betrachten, die es als Ganzes zu beeinflussen gilt. Es erscheint zweckmäßig, eine "Transaktions-" von einer "Spekulationskasse" zu unterscheiden. Die Transaktionskasse dient der Finanzierung von Umlaufvermögen und Investitionen. Ist die Gesamtliquidität eines Unternehmens höher als die Transaktionskasse, ist also ein Liquiditätsüberschuß vorhanden, der für den Umsatzprozeß nicht unbedingt notwendig ist, so handelt es sich, von der Finanzierung von Fehlplanungen abgesehen, um eine Spekulationskasse.⁴¹⁾ Die Höhe dieser Spekulationskasse hängt im wesentlichen von den Erwartungen des Unternehmens über die Entwicklung am Rohstoffmarkt, der Investi-

39) W. Kalveram/ H. Günther, a.a.O., S. 118.

Vgl. auch Rittershausen, HdW., a.a.O., S. 351, 352

40) H.-J. Jarchow, a.a.O., S. 55

41) Vgl. H.-J. Jarchow, a.a.O., SS.7 ff

tionskosten etc. ab. Es liegt auf der Hand, daß vor allem dieser Teil der Unternehmensliquidität über das Debt Management beeinflußt wird, denn hier spielt die Rentabilität eine hervorragende Rolle.⁴²⁾ Dagegen wird die Transaktionskasse, da sie in erster Linie dazu dient, den betrieblichen Ablauf aufrecht-zu-erhalten, von den Maßnahmen des Debt Management erst in zweiter Linie getroffen.

Die von einem Unternehmen als Spekulationskasse gehaltene Liquidität kann, statt aus eigenen Mitteln, auch aus den Mitteln eines Kredites (bzw. einer Kreditlinie) stammen. Es ist aber fraglich, ob die Unternehmungen eine so entstandene Spekulationskasse zum Erwerb von Staatspapieren verwenden. Das Debt Management kann aber auch über die Steuerung der Bankenliquidität indirekt Einfluß auf die aus Kreditmitteln stammende Spekulationskasse der Unternehmen nehmen. Außerdem ist z. B. für die Betriebsmittelkredite die Einschränkung zu machen, daß sie eher zur Spekulationskasse als zur Transaktionskasse zu rechnen sind, die den Maßnahmen des Debt Management weniger zugänglich ist.

2.2 Die Liquidität der privaten Haushalte

Bei den privaten Haushalten ist das Liquiditätsproblem im wesentlichen durch die Höhe des Einkommens auf der einen Seite und durch die Entscheidungen über dessen Verwendung (Konsum oder Sparen) auf der anderen Seite gekennzeichnet.

Im Gegensatz zu den Banken, für die sich wenigstens annähernd einige allgemeine Aussagen über das Liquiditätsverhalten formulieren lassen, können solche generellen Ver-

42) Vgl. H. Fuchs: Liquiditätsprobleme, einzel- und gesamtwirtschaftliche Untersuchungen von Zahlungsströmen, Diss. Freiburg 1955, SS. 53 f

haltensformeln für den privaten Haushalt nicht gelten. Vielmehr kommen hier alle nur denkbaren Motive für die Verwendung der Liquidität in Betracht.⁴³⁾ Je nach der Höhe des Einkommens, des Lebensstandards, des Vermögensstandes und vieler anderer persönlicher Faktoren sind die Motive der Kassenhaltung sehr verschieden.⁴⁴⁾

Auch die Zeitabstände, innerhalb derer einem Haushalt Einkommensbeträge zufließen, sind für seine Liquiditätslage und damit für sein Liquiditätsverhalten von Bedeutung. Bezieht ein Haushalt sein Einkommen z. B. in unregelmäßigen Abständen und in jeweils unterschiedlicher Höhe, so wird seine Liquiditätspräferenz höher sein als bei einem Haushalt, der sein Einkommen in immer gleichen Zeitintervallen und in stets gleichen Beträgen erhält. Die Vielfalt von Faktoren und Motiven für das Liquiditätsverhalten der privaten Haushalte sieht auch Paulsen, wenn

43) O. Veit: Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, a.a.O., SS. 60 ff

44) "Es scheint evident, daß die Kassenhaltung von Änderungen des Einkommens, des Zinssatzes, der Preise, des Vermögens und institutioneller Faktoren determiniert wird..." (A. Woll: Einige geldpolitische Aspekte in der monetären Theorie der Gegenwart, a.a.O., S. 67) Bei der Schwierigkeit, das Liquiditätsverhalten der Haushalte zu klären, könnte eventuell die gegenwärtig im Mittelpunkt der geldtheoretischen Diskussion stehende Theorie der Geldnachfrage oder - was dasselbe besagt - Theorie der Kassenhaltung weiterhelfen. In der empirischen Diskussion dieser Theorie haben sich zwei Lager herausgebildet (Vgl. A. Woll, ebenda, SS. 67 f): aus Keynes'scher Sicht setzt sich die Kasse aus der Umsatzkasse (einkommensabhängig) und aus der Spekulationskasse (zinsabhängig) zusammen (vgl. auch Board of Governors, Federal Reserve System, The Influence of Monetary Policy on Economic Stability, in: Problems of Modern Economy, The Battle against Unemployment (Part Four, Monetary Policy), Ed. Arthur Okun, New York 1965, S. 164. Dagegen vertreten die Neoklassiker die Auffassung, daß die Kassenhaltung hauptsächlich von Veränderungen des Realeinkommens bestimmt wird.

er sagt, daß "... für die Verbraucher ... Liquidität Offenhalten der Verbrauchsentscheidungen nach Art und Zeitpunkt" bedeutet und daß "die Verfügung über Geld ... für den Verbraucher das vollste Maß von Freiheit in der Wahl seines Verbrauches ... ist".⁴⁵⁾ Gerade diese weitgehende Entscheidungsfreiheit aber macht eine konkrete Aussage darüber so schwierig, unter welchen Voraussetzungen das Debt Management Einfluß auf die Liquiditätslage der Haushalte nehmen kann.

Für die Liquiditätslage des Haushaltes ist auf der Einnahmenseite aber nicht allein das Einkommen entscheidend: ein wichtiger Hinweis des Radcliffe-Reports besteht darin, daß die Haushalte die Möglichkeit, Kredit aufzunehmen, mit in ihre Liquiditätsplanungen einbeziehen.⁴⁶⁾ So werden zur Finanzierung langlebiger Konsumgüter von einschlägigen Kreditinstituten (Sparkassen, Teilzahlungsbanken) Darlehen gewährt, die meist, von Kleindarlehen abgesehen, als Teilzahlungsfinanzierungen abgewickelt und auf die periodische Wiederkehr und die Höhe des Einkommens abgestimmt sind.⁴⁷⁾

Zielt das Debt Management darauf ab, auch die Liquidität der privaten Haushalte zu beeinflussen, so stehen dafür also zwei Wege offen: es setzt entweder bei der Liquidität an, die aus dem laufenden Einkommen stammt, oder bei der Liquidität derjenigen Kreditinstitute, die in größerem Ausmaß den Konsumkredit pflegen.

45) A. Paulsen, a.a.O., S. 45

46) Radcliffe-Report, a.a.O., SS. 132 f, Absatz 39o

47) In den Vereinigten Staaten hat z. B. der Teilzahlungskredit schon früher als in Deutschland eine wichtige Rolle gespielt, so daß hier 1941 erstmals Maßnahmen zu seiner Kontrolle ergriffen wurden (van Zwoll, a.a.O. S. 75)

Teil II: Die monetären Wirkungen des Debt Management

A. Wirkungen auf die Verhaltensweisen

In Punkt A werden die Debt Management-Instrumente als solche beschrieben und die Verhaltensweisen der Wirtschaftssubjekte zum Staatskredit dargelegt, soweit sie für die Liquiditätswirkungen von Interesse sind.

I. Die Staatsschuld im Kalkül der Banken (Verzinsung)

1. Die Abgrenzung des Debt Management-Zinses vom Zins der Geldpolitik

Wenn Stützel schreibt, "... (daß) die unbedingt notwendige ... Voraussetzung für einen erfolgreichen Einsatz geld- und kreditpolitischer Maßnahmen ... naturgemäß darin (besteht), daß es den für die Geld- und Kreditpolitik zuständigen Instanzen gelingt, die von ihr angestrebten Änderungen der Kreditkonditionen, insbesondere die angestrebten Änderungen der Zinssätze auch tatsächlich am Markt durchzusetzen", ¹⁾ so gilt diese Forderung nur für die Geldpolitik speziell, nicht aber für den Debt Management-Zins; während die Geldpolitik die Kosten für den Refinanzierungskredit der Notenbank verändert, um so die Kreditnachfrage zu steuern, muß der Debt Management-Zins als ein Ertragsfaktor ²⁾ für die private Wirtschaft gesehen werden, der direkt gesetzt wird und über den auf direktem Wege eine Liquiditätssteuerung der Sektoren versucht wird. So soll z. B. durch eine sehr günstige Verzinsung von Staatspapieren die Liquidität der Wirtschaftssubjekte verkleinert werden, was insbesondere für den Bankensektor von großer Bedeutung ist:

-
- 1) W. Stützel: Moderne Kreditpolitik, in: Konjunkturpolitik, 5. Jahrgang 1959, S. 65
2) Die Verzinsung als Kostenfaktor für den Staat selbst wird hier nur am Rande behandelt.

"The increased yield on the debt may attract banks into the market and reduce the availability of funds to private borrowers."³⁾ Umgekehrt soll ein Wirtschaftssubjekt durch besonders günstige Rücknahmebedingungen dazu bewegt werden, Staatsschuldtitel zu veräußern und so Liquidität zu erwerben. Das typische Beispiel hierfür sind die Rücknahmesätze der Notenbank, die weiter unten noch behandelt werden.

2. Die Formen des Zinses

Bei staatlichen Schuldtiteln ist die "feste Verzinsung" von der "Agioverzinsung" zu unterscheiden. Generell wird die feste Verzinsung auf Kapitalmarktpapiere und die Agioverzinsung auf Geldmarktpapiere angewendet.

Dabei wird grundsätzlich der Ertrag aus Geldmarktpapieren geringer sein als der aus Kapitalmarktpapieren, was u. a. die Folge des unterschiedlichen Liquiditätsgrades kurz- und langfristiger Papiere ist.⁴⁾

Bei den auf dem Geldmarkt gehandelten agioverzinsten Papieren läßt sich die Effektivverzinsung aus der Differenz zwischen den von der Notenbank festgesetzten Abgabe- und Rücknahmesätzen errechnen. Je früher die Papiere vor dem Fälligkeitstermin an die Notenbank zurückgegeben werden, desto höher sind i. d. R. die Rücknahmesätze, was eine Verschlechterung der Effektivverzinsung für den Zeitraum bedeutet, für den die Papiere von den Banken gehalten wurden.

Da die zukünftigen Rücknahmesätze nicht bekannt sind, können die Banken die Effektivverzinsung eines Papiers

3) E. Nevin: Debt Management; a General Report, Public Finance, Vol. 16, 1961, S. 22

4) E. R. Rolph, Debt Management: Some Theoretical Aspects, a.a.O., S. 113.

Vgl. hierzu auch die Ausführungen von Veit; Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, a.a.O., S. 91. Er spricht von einer "Spiegelung des Liquiditätsgrades im Zinssatz": "Der Höhe nach bewegt sich der Zinssatz umgekehrt proportional zum Grad der Liquidität."

zum Zeitpunkt des Erwerbs nicht für den Fall der Rückgabe des Papiers vor dessen Fälligkeit an die Notenbank berechnen. Diesem Unsicherheitsfaktor und der bei vorzeitiger Rückgabe i. d. R. schlechteren Effektivverzinsung können die Banken nur durch möglichst genaue Finanzdispositionen ausweichen; durch eine geschickte Verteilung der Fälligkeiten im Bankportefeuille kann der Rückfluß der angelegten Liquidität so gesteuert werden, daß die Liquiditätslage nicht gefährdet und damit von vornherein vermieden wird, daß die Papiere vorzeitig an die Notenbank zurückgegeben werden müssen.

Bei den auf dem Kapitalmarkt gehandelten festverzinslichen Papieren ist der (vom Staat festgesetzte) Nominalzins nicht die einzige Ertragsdeterminante. Zur Berechnung der Effektivverzinsung, die ein Wirtschaftssubjekt aus einem festverzinslichen Papier erzielt, müssen der An- und Verkaufskurs mit berücksichtigt werden, wobei die Kursentwicklung zu erheblichen Abweichungen zwischen dem Nominalzins und der Effektivverzinsung führen kann. In der weiteren Argumentation soll jedoch vereinfachend davon ausgegangen werden, daß die Effektivverzinsung immer mit der Nominalverzinsung übereinstimmt.

3. Vergleich des Ertrages aus Staatspapieren mit dem Ertrag aus anderen Aktiva in bankbetrieblichen Kalkulationsverfahren

Besonders im Bereich der Kreditwirtschaft kommt dem Zins eine zentrale Bedeutung zu. Das zeigt sich darin, daß die Gewinn- und Verlustrechnung der Banken (unter Ausklammerung des Dienstleistungsgeschäftes) im wesentlichen von den Kategorien der Soll- und Habenzinsen determiniert wird, aus denen sich die Handelsspanne der Banken (Zinsmarge⁵⁾) ergibt. Das gerade im Bereich der Kreditwirt-

5) A. Woll: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, a.a.O., S. 266

schaft in besonderem Maße ausgeprägte Spannungsverhältnis zwischen Liquiditätsbedarf und Rentabilitätsstreben verleiht dem Zinsinstrument des Debt Management hier eine viel grundsätzlichere Bedeutung als bei allen anderen Wirtschaftssubjekten.

Im Rahmen eines Ertragsvergleichs entscheiden die Kreditinstitute darüber, ob sie ihre dispositive Liquidität in Form von Geldmarktkrediten oder in Staatspapieren anlegen. Analoge Überlegungen gehen einem eventuellen Verkauf von Staatspapieren zugunsten anderer Anlagemöglichkeiten voraus.

Die Kreditinstitute werden insbesondere dann Staatspapiere kaufen bzw. Bestände an solchen Papieren behalten, wenn sie sich davon einen höheren Ertrag als aus dem Kreditgeschäft versprechen, wobei aber für das Kreditgeschäft eine besondere Risikorate zu berücksichtigen wäre. So kann z. B. "eine Verminderung der Ausleihungen und Diskontierungen ... die Folge größerer Rentabilitätserwartungen in der Wertpapieranlagepolitik"⁶⁾ sein, was sich Anfang der fünfziger Jahre in den USA zeigte, nachdem sich der Federal Reserve Board und das Schatzamt auf ein neues Konzept der "Monetary Fiscal Policy" geeinigt hatten. In der damals verfolgten restriktiven Geldpolitik erklärte sich der Federal Reserve Board mit einem langsamen Ansteigen der Verzinsung (yield) kurz- und langfristiger Staatspapiere einverstanden,⁷⁾ um die Banken auf freiwilliger Basis zur Einengung ihrer Liquidität durch den Erwerb dieser Papiere zu veranlassen. Die hohe Staatsverschuldung verhalf dem Schatzamt zu einem ausgeprägten Einfluß auf die Ertragslage der Banken,⁸⁾

6) H.-D. Hessler, a.a.O., S. 118

7) Vgl. H. Stein: Monetary Policy and the Management of Public Debt, a.a.O., SS. 66 ff

8) C. C. Abbott: The Commercial Banks and the Public Debt, in: American Economic Review, Vol. 37, May 1947, Nr. 2, S. 267

was die geplanten anderen Restriktionsmaßnahmen besonders wirksam unterstützte.

Für den oben erwähnten Ertragsvergleich, den die Banken ihren Entscheidungen zugrunde legen, gibt die Gewinn- und Verlustrechnung keine ausreichende Basis ab, denn diese weist den Gesamtertrag aus Staatspapieren - wie den der anderen Aktiva auch - als Aggregat für die Rechnungsperiode eines Jahres aus und gibt somit keinen Einblick in die zeitliche Entwicklung der Zinserträge innerhalb dieses Zeitraums. Zudem steht dieser Posten (Zeitraumgröße) in keinem zahlenmäßigen Zusammenhang zu den entsprechenden Bilanzpositionen "Bestand an Staatspapieren", denn deren Höhe und Struktur ist am Bilanzstichtag (Zeitpunktgröße) zufallsbestimmt. Es empfiehlt sich daher, den Ertragsvergleich auf der Basis bestimmter bankbetrieblicher Kalkulationsverfahren vorzunehmen, die sich sowohl mit "Kosten" im weitesten Sinne als auch mit Erlösen aus den einzelnen Sparten des Bankgeschäftes befassen.⁹⁾

Ein sehr häufig angewandtes Kalkulationsverfahren ist die Gesamtbetriebskalkulation, deren eigentliche Aufgabe darin besteht, Kosten und Erlöse zu erfassen und nach spezifischen Gesichtspunkten aufzugliedern.¹⁰⁾

Wie bei der jährlich aufgestellten Gewinn- und Verlustrechnung, werden auch in dieser kurzfristigen, meist mo-

9) Vgl. C. Zimmerer: Bankkostenrechnung, Veröffentlichungen des Bank- und Börsenseminars der Universität Köln, Band 11, Hrg. F. Höfermann und H. Rittershausen, Frankfurt/M. 1956, S. 22
Zimmerer spricht in diesem Zusammenhang von leistungsbedingten Erträgen bzw. "Zweckerträgen" im Sinne von Walb (Erfolgsrechnung privater und öffentlicher Betriebe, Berlin und Wien, 1926, S. 36), die in die Bankkostenrechnung mit aufgenommen werden.

10) C. Zimmerer, Bankkostenrechnung, a.a.O., S. 22

natlichen Rechnung transitorische und antizipative Posten berücksichtigt.¹¹⁾ So werden die Zinserträge aus Staatspapieren nicht als rein pagatorische Posten behandelt und dem Zeitabschnitt zugerechnet, in dem sie zufällig eingenommen wurden, sondern periodengerecht auf den Rechnungszeitraum abgegrenzt.

Analog zur Hagenmüller'schen Unterscheidung von "Betriebskosten" und "Wertkosten"¹²⁾ soll hier für die Bankkalkulation auf der Ertragsseite zwischen "Betriebserträgen" und "Werterträgen" einerseits und "Betriebskosten" und "Wertkosten" andererseits abgegrenzt werden. Dann gehören zu den Betriebserträgen alle Einnahmen aus dem Dienstleistungsgeschäft (Provisionen für die Kontoführung, für Akkreditive, Inkassoprovisionen, Bearbeitungsgebühren aller Art, Erlöse aus dem Depotgeschäft etc.) und zu den Betriebskosten alle Kosten, die mit dem Bankgeschäft im engeren Sinne nichts oder nur wenig zu tun haben, aber zur Aufrechterhaltung des Betriebes aufgewendet werden müssen (Personalkosten, Mieten, Abschreibungen, Aufwendungen für Büromaterial, Kostensteuern etc.). Wertkosten und Werterlöse fallen dagegen überall da an, wo die Bank in ihrer eigentlichen Funktion als Vermittlerin von Geldkapital (gleich welcher Fristigkeit und Form) auftritt, womit insbesondere die Zinsen als wichtigste Kategorie der Wertkosten auf der Passivseite¹³⁾

11) W. Kalveram, H. Günther, a.a.O., S. 256

12) s. Schema von K. Hagenmüller: Der Bankbetrieb, 3. Auflage, Band III, Wiesbaden 1970, S. 191, 192

13) K. Hagenmüller: Der Bankbetrieb, Band III, a.a.O., S. 193. Hagenmüller weist an gleicher Stelle auf die Auffassung von K. Mellerowicz (Kosten und Kostenrechnung, Teil I, 3. Auflage, Berlin 1957, S. 180) hin, der den Kostencharakter der Zinsen in Abrede stellt. Er vergleicht die für fremde Mittel aufzuwendenden Zinsen mit den Einkaufspreisen im Handel, die auch nicht als Kosten angesehen werden können. Mit Recht wendet Hagenmüller gegen diesen Vergleich ein, daß die Bank die fremden Mittel nicht wie eine Ware "einkauft", sondern nur ein zeitlich befristetes Nutzungsrecht erwirbt, nach dessen Ablauf sie die Mittel wieder zurückgeben muß. Der Auffassung Hagenmüllers, daß Zinsen gleich Wertkosten sind, wird sich hier angeschlossen.

bzw. der Werterlöse auf der Aktivseite angesprochen sind.

Für den Ertragsvergleich, der dem An- oder Verkauf staatlicher Schuldtitel vorangeht, sind nicht die betrieblichen Kosten und Erlöse, sondern ausschließlich die Wertkosten und -erlöse (Zinskosten und Zinserträge) von Bedeutung, die (einschließlich der Zinserlöse aus Staatspapieren) der Gesamtbetriebskalkulation entnommen werden können. Die Gesamtbetriebskalkulation macht es somit möglich, den Werterlös aus Staatspapieren mit dem Werterlös aus anderen Aktiva zu vergleichen. Dabei handelt es sich aber nur um die Bruttoerlöse; für die einzelnen Aktivposten können im Gesamtbetriebsverfahren keine Nettoerträge errechnet werden, da nicht ermittelt wird, welche Aktiva mit welchen (kostenverursachenden) Passiva finanziert wurden, und daher eine Gegenüberstellung der Erträge bestimmter Aktivpositionen mit den ihnen korrespondierenden Kosten bestimmter Passivpositionen nicht in Betracht kommt. Im Gesamtbetriebsverfahren ist also der Vergleich des Ertrages aus Staatspapieren mit anderen Ertragskategorien nur auf Bruttobasis möglich.¹⁴⁾

Um zu einem differenzierteren Kosten-Ertragsvergleich (d. h. auf Nettobasis) bei Staatspapieren zu kommen, muß davon ausgegangen werden, daß staatliche Schuldtitel wie alle Aktiva durch die Hingabe dispositiver Liquidität erworben werden.¹⁵⁾ Diese Liquidität stammt aus bestimmten Passivpositionen, in der Hauptsache aus Einlagen (Sicht-, Termin- und Spareinlagen), für die ein Kreditinstitut Zinsen zu entrichten hat. Staatspapiere bringen, wie alle anderen Aktiva auch, also nicht nur Erträge (Zinsen) ein, vielmehr entstehen auch Wertkosten in Form

14) Die einzige aus dem Gesamtbetriebsverfahren zu erreichende Nettogröße ist der sog. Nettoertrag, in dem alle Wertkosten und alle Werterlöse enthalten sind.

15) Die im folgenden behandelten "Liquiditätskosten" beschränken sich auf die Kosten für die dispositive Liquidität, da nur diese für den Erwerb neuer Aktiva und somit auch für die Beschaffung von Staatspapieren zur Verfügung steht.

von Zinsen für diejenigen Passiva, aus denen die für die Beschaffung der Papiere erforderliche Liquidität stammt. Erst nach Abzug dieser "Liquiditätskosten" vom Bruttoertrag ergibt sich der aus den Staatspapieren erzielbare Nettoertrag, der dann mit den Nettoerträgen aus anderen Bankgeschäften verglichen werden kann.

Nach dem hier verwendeten Kostenbegriff verursacht die dispositive Liquidität also in der Hauptsache nicht direkte "originäre Kosten", sondern Kosten besonderer Art, da diese Liquidität "mit kostenverursachenden Kapitalien finanziert worden (ist) ...",¹⁶⁾ die Liquiditätskosten also aus anderen Größen (Zinskosten für Passiva) hergeleitet werden müssen.¹⁷⁾

Die Liquiditätskosten sind unabhängig von der jeweiligen Verwendungsform der Passiva,¹⁸⁾ aus denen die dispositive Liquidität stammt. So bleiben die für die Passiva aufzuwendenden Zinsen auch dann als Kostenfaktor weiter bestehen, wenn die Liquidität angelegt wird; in diesem Fall steht ihnen allerdings ein Ertrag aus neuen rentablen Aktiva (z. B. aus Staatspapieren) gegenüber. Kann die Liquidität nicht angelegt werden, so kann der entgangene Gewinn jedoch nicht als Kosten in der betrieblichen Kalkulation angesprochen werden.¹⁹⁾

Liquiditätskosten und Zinserträge können nach zwei Kalkulationsverfahren gegenübergestellt werden, deren Vorstufe

16) C. Zimmerer: Bankkostenrechnung, a.a.O., S. 48

17) Vgl. C. Zimmerer: Was sind Liquiditätskosten? in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 26. Jahrgang, 1956, S. 54

18) S. Kaminsky: Die Kosten- und Erfolgsrechnung der Kreditinstitute, 1955, S. 74

19) C. Zimmerer: Bankkostenrechnung, a.a.O., S. 48
Vgl. auch E. Fehrmann: Geschäftsspartenkalkulation im Kreditbankwesen, 1936, S. 55 und F. Schönplflug: Die Abteilungskalkulation im Bankbetrieb, 1934, S. 36

die Gesamtbetriebskalkulation ist:²⁰⁾

- (a) Die Gesamtzinsspannenrechnung ermittelt einen für die Passivseite aufzuwendenden Durchschnittszinssatz, von dem angenommen wird, daß er die Durchschnittskosten der dispositiven Liquidität repräsentiert (globale Methode).
- (b) Im Gegensatz dazu versucht die Teilzinsspannenrechnung, für bestimmte Arten von Erträgen der Herkunft der dispositiven Liquidität aus speziellen Passivpositionen im einzelnen nachzugehen (differenzierte Methode).

In der Gesamtzinsspannenrechnung werden die in der Gesamtbetriebskalkulation ermittelten absoluten Kosten- und Erlösbeträge prozentual auf die Bilanzsumme bezogen. Aus der Differenz der so errechneten Aktiv- und Passivzinssätze ergibt sich - ebenfalls auf die Bilanzsumme bezogen - die Bruttozinsspanne.²¹⁾ Durch ihre Korrektur um die sog. Bedarfsspanne läßt sich die Nettozinsspanne bestimmen.²²⁾

Die exakte Berechnung einer Gesamtzinsspanne setzt die Aufstellung einer für den Betrachtungszeitraum möglichst repräsentativen (Durchschnitts-) Bilanz voraus.²³⁾ Würde man nur die Jahresbilanz zugrunde legen, könnten die Kosten, die an sich eine Zeitraumgröße darstellen, zu einer sich mehr oder minder willkürlich ergebenden Zeitpunktgröße, der Bilanzsumme in Beziehung gesetzt werden und da-

20) K. Hagenmüller, a.a.O., Band III, S. 188

21) K. Hagenmüller, a.a.O., Band III, SS. 199 f

22) Bei der Bedarfsspanne handelt es sich ebenfalls um einen in Prozenten der Bilanzsumme ausgedrückten Saldo, der aus den Betriebs- und Risikokosten einerseits und den Dienstleistungserlösen und den Kursgewinnen andererseits errechnet wird (vgl. K. Hagenmüller, Band III, a.a.O., SS. 200 f)

23) Zu den Wertansätzen in der Durchschnittsbilanz s. K. Hagenmüller, a.a.O., Band III, S. 201 f

durch das Ergebnis, die Zinsspanne, verzerren.²⁴⁾ Die exakteste repräsentative Bilanz ist die aus Tagesbilanzen ermittelte Durchschnittsbilanz. Die technischen Schwierigkeiten, Tagesbilanzen aufzustellen, könnten z. B. durch monatliche Zwischenbilanzen umgangen werden. Dadurch wird jedoch die ermittelte Durchschnittsbilanz nicht genauer, da auch die Monatsbilanzen, aus denen die Durchschnittsbilanz hergeleitet wird, Stichtagsbilanzen sind.²⁵⁾

Im Rahmen der Gesamtzinsspannenrechnung wird nun der für die Passiva aufzuwendende Durchschnittszinssatz ermittelt, der die Liquiditätskosten generell ausdrücken²⁶⁾ und ein Kriterium für den An- und Verkauf von Staatspapieren sein soll. Nach Abzug der so ermittelten Liquiditätskosten (und ggf. der auf das Staatspapier betreffende Aktivgeschäft entfallenden Betriebskosten) von der Verzinsung der Staatspapiere ergibt sich der aus ihnen erzielbare Nettoertrag, der mit den genauso errechneten Nettoerträgen anderer Aktiva verglichen werden kann.

Die hier beschriebene globale Methode der Liquiditätskostenberechnung wird in der Regel nur zu recht ungenauen Ergebnissen führen, da sie von einem Durchschnittszinssatz und nicht vom Zinssatz derjenigen Passiva ausgeht, aus der die dispositive Liquidität im Einzelfall gespeist wird.

24) K. Hagenmüller, a.a.O., Band, III, S. 201

25) W. Hotzel: Zinsspanne und Zinsspannenrechnung im Bankbetrieb, Diss. Leipzig 1936, S. 30

26) Der Vorschlag, den im Rahmen des Gesamtzinsspannenverfahrens ermittelten Durchschnittszinssatz, der für die Passiva aufzuwenden ist, der Berechnung der Kosten für die dispositive Liquidität zugrunde zu legen, wird vom Verfasser gemacht. In der Bankpraxis dient dieser Durchschnittszinssatz ebenso wie der für die Aktiva berechnete Durchschnittsertragszins eigentlich nur der Ermittlung der Zinsspanne.

Nur dann, wenn diese entweder zu prozentual gleichen Teilen aus allen Passiva oder überwiegend aus einem einzigen, in der Bilanzstruktur quantitativ dominierenden Passivum stammt, kann der für die Passivseite errechnete Durchschnittszinssatz als realitätsnaher Maßstab für die Kosten einer speziellen dispositiven Liquidität gelten. Diese Bedingung wird aber selten erfüllt sein, vielmehr wird sich die dispositive Liquidität aus mehreren Passivpositionen zu prozentual ungleichen Teilen rekrutieren.

Eine die Dispositionen rationalisierende Bestimmung der Liquiditätskosten auf der Grundlage der Gesamtzinsspannenrechnung ist also nur in Ausnahmefällen möglich. In der Regel muß sich auf eine allgemeinere Aussage beschränkt werden (Anteil der Staatspapierverzinsung am Gesamtzinsertrag und an der Gesamtzinsspanne einer Bank).

Im Gegensatz zur Gesamtzinsspannenrechnung wird in der Teilzinsspannenrechnung der Versuch gemacht, Zusammenhänge zwischen einzelnen Aktiv- und einzelnen Passivpositionen herauszufinden, um spezielle Werterlöse der Aktivseite zu den ihnen auf der Passivseite entsprechenden Wertkosten in Beziehung setzen zu können.²⁷⁾ Auf diese Weise müßte es gelingen, eine (Teil-) Zinsspanne für jedes einzelne Aktivgeschäft zu ermitteln und zu einer differenzierten Liquiditätskostenberechnung zu gelangen. Es wäre also festzustellen, aus welchen konkreten Passivpositionen die dispositive Liquidität (als Aktivposten) stammt und wie hoch die Zinskosten für diese Passiva als Liquiditätskosten sind. Es kann dabei unterstellt werden, daß Liquidität aus langfristigen Passiva teurer ist als die aus kurzfristigen Passiva, denn i. d. R. pflegt die Zinshöhe der Passiva mit deren Fristigkeit zu steigen.²⁸⁾

27) K. Hagenmüller, a.a.O., Band III, S. 254

28) C. Zimmerer, Bankkostenrechnung, a.a.O., S. 36

"In der täglichen Bankpraxis (aber) ist es nur ausnahmsweise möglich, die Herkunft der ausgeliehenen Gelder festzustellen, da die hereinkommenden Mittel mit den bereits vorhandenen zu einer Summe zusammenfließen."²⁹⁾

Dennoch wird versucht, in der Teilzinsspannenrechnung bestimmte Aktiva und bestimmte Passiva durch die Aufstellung von Schichtenbilanzen in eine vermutete Beziehung zueinander zu setzen, um zu einer differenzierten Gegenüberstellung von Wertkosten und Werterlösen zu kommen.³⁰⁾ Dabei sind Relationen z. B. zwischen Giroeinlagen und Wechselkrediten, Termineinlagen und Kontokorrentkrediten, Spareinlagen und Hypothekarkrediten denkbar.³¹⁾

Dies auf den ersten Blick einleuchtende Verfahren ist jedoch nicht frei von Mängeln. Es ist problematisch, Beziehungen zwischen Aktiva und Passiva nach dem rein formalen Gesichtspunkt der juristischen Laufzeit herzustellen; vielmehr müßten die effektiven Zusammenhänge aufgedeckt werden.³²⁾ Die nur auf der Basis des Fristenvergleichs aufgebauten Schichtenbilanzen können den wahren Gegebenheiten der Mittelherkunft insofern nicht Rechnung tragen, als die Banken von ihrer Transaktionsfunktionen regen Gebrauch machen und die Passiva nur zu einem geringen Teil in gleichbefristeten Aktiva anlegen. Das bedeutet also, daß liquide Mittel keineswegs nur aus kurzfristigen Passivpositionen stammen.

Absolut richtige Teilzinsspannen ergeben sich nur dann, wenn in sog. Teilbilanzen den einzelnen Passivpositionen

29) W. Hotzel, a.a.O., S. 20

30) K. Hagenmüller, a.a.O., Band III, S. 254

31) Banklexikon, 1963, a.a.O., S. 1596

32) K. Hagenmüller, a.a.O., Band III, S. 254 f, s. auch Kritik von W. Hotzel, a.a.O., S. 93
Auch nach Zimmerer ist es "... bei den aktuellen Bilanzen unserer Kreditinstitute ... nicht ohne Willkür möglich auszusagen, welcher Passivposten welchem Aktivposten gegenübersteht" (G. Zimmerer, Der Anwendungsbereich der Zinsspannenrechnung, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 31. Jahrgang 1961, S. 698)

die Aktiva gegenübergestellt werden, in denen die Passiva tatsächlich angelegt wurden. Während in der Schichtenbilanz willkürlich nach Fristen vorgegangen wird, wird in der Teilbilanz eine Passivposition auf mehrere Aktivposten nach ursächlichen Zusammenhängen verteilt.³³⁾ Für die betriebsnotwendige Liquidität und die Mindestreserven lassen sich hinreichend eindeutige Schlüssel finden, so daß deren Herkunft aus bestimmten Passivpositionen und damit deren Kosten ermittelt werden können.³⁴⁾

Weitaus größeren Schwierigkeiten begegnet jedoch eine entsprechende Zurechnung der dispositiven Liquidität, da für deren Herkunft ebenso wenig Anhaltspunkte gegeben sind wie für die der übrigen Aktiva auch. Eine klare, den realen Gegebenheiten entsprechende Beziehung zwischen den Aktiva und den Passiva herauszufinden, gelingt nur annäherungsweise über die Anlagepolitik der Banken insgesamt: aus den Anlagegrundsätzen kann in gewissen Grenzen auf die Verwendung der zur Verfügung stehenden Mittel geschlossen werden.³⁵⁾ Den so ermittelten Liquiditätskosten muß die Effektivverzinsung von Staatsschuldtiteln gegenübergestellt werden.

Während die deutschen Banken die Konten der Gewinn- und Verlustrechnung regelmäßig auf Einnahmen- und Ausgabenbasis zunächst ohne jede Periodenabgrenzung führen und, von gelegentlichen monatlichen Korrekturschätzungen abgesehen, transitorische und antizipative Posten erst am

33) W. Hotzel, a.a.O., S. 93

34) Neben den Mindestreservenvorschriften geben auch die Grundsätze über das Eigenkapital und die Liquidität der Kreditinstitute gewisse Anhaltspunkte über die Zuordnung liquider Mittel zu den Passivpositionen (vgl. Hagenmüller, a.a.O., Band III, S. 256). Jedoch handelt es sich bei der so zurechenbaren Liquidität nicht um dispositive Liquidität, von der Staatspapiere gekauft werden und auf deren Kosten es uns daher hauptsächlich ankommt.

35) W. Hotzel, a.a.O., S. 91

Jahresende bilden, versucht man in den USA mit Hilfe des "accrual-Verfahrens" eine permanente Periodenwahrheit für kürzere Zeitabstände zu finden.³⁶⁾ Das geschieht über Abgrenzungskonten, die buchungstechnisch die Verbindung zwischen Erträgen und Aufwendungen einerseits und Einnahmen und Ausgaben andererseits herstellen. Sind z. B. die Zinsen für einen bestimmten Zeitraum im voraus vereinnahmt worden, so laufen die Korrekturbuchungen über ein passives Abgrenzungskonto "noch nicht verdiente Zinseinnahmen" (unearned discount). Ebenso ist ein Konto für "noch ausstehende Zinseinnahmen" (interest earned, but not collected) vorhanden. Diese im accrual-Verfahren täglich vorgenommenen Buchungen sind gerade im Geschäft mit Staatspapieren insofern von entscheidender Bedeutung, als sie die Bankleitung mit nur einem Tag Verzögerung über die Erfolgslage des Portefeuilles informieren und den Vergleich mit angebotenen neuen Staatspapieren ermöglichen.

36) Zum accrual-Verfahren s. die Ausführungen von H.-J. Süchting: Kalkulation und Preisbildung der Kreditinstitute, der preisdispositive Bereich bei deutschen und amerikanischen Banken aus kalkulatorischer Sicht: Veröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Band 14, 1963, S.120. Das zeigt sich auch in der Technik der Jahresabschlüsse. Süchting begründet die außerordentlich schnellen Jahresabschlüsse der amerikanischen Banken in der ersten Januarwoche mit der Anwendung dieser Methode. Im Unterschied dazu läßt der Jahresabschluß in Deutschland zwei bis drei Monate auf sich warten.

II. Die Gläubiger des Staatskredits

Um die Wirkungen gläubigerstrukturverändernder Maßnahmen auf die Liquidität (s. Punkt B) untersuchen zu können, sollen zunächst die Motive dargelegt werden, die die Wirtschaftssubjekte veranlassen, ihre liquiden Mittel in Schuldtiteln anzulegen.

In Anlehnung an Levy können neun verschiedene Gläubigergruppen unterschieden werden. Die Ergebnisse seiner statistischen Untersuchungen¹⁾ lassen zwei Hauptgruppen von Gläubigern der Staatsschuld erkennen. Zu der ersten Gruppe, der trendbestimmten Gruppe ("trend dominated ownership group"), rechnet Levy die Mutual Savings Banks, die Insurance Companies, die Individual Holdings²⁾ of Savings Bonds, die State and Local Governments und sonstige Investoren (miscellaneous investors). Die besonderen Eigenschaften dieser Gläubigergruppe bestehen darin, daß sie Staatspapiere als Vermögen hält und bei angemessenem Ertrag ihres Wertpapierbestandes die Sicherheit in den Vordergrund ihres Anlageverhaltens stellt. Die trendbestimmte Gruppe ist somit ein stabilisierender Faktor am Anleihemarkt, so daß von ihr fast keine Fluktuationen ausgelöst werden.³⁾

Der konjunkturbestimmten Gruppe ("cyclical ownership group") gehören die Gläubiger an, bei denen spekulative Motive dominieren und die ihren Anleihebesitz daher der konjunkturellen Lage anpassen, so daß durch das Verhalten

1) Commercial banks, Federal Reserve Banks, individual holdings of savings bonds, individual holdings of other securities, insurance companies, mutual savings banks, non financial corporations, state and local governments, miscellaneous investors (Levy, M.E., Cycles in Government Securities, Part I, Federal Debt, and its Ownership, 1962, S. 66)

2) Hiermit sind hauptsächlich die privaten Haushalte gemeint.

3) M. E. Levy, a.a.O., S. 67 ff, S. 112

dieser Gruppe bedeutende Fluktuationen am Staatspapiermarkt ausgelöst werden können.⁴⁾ Zu dieser Gruppe gehören die Federal Reserve Banks, die Commercial Banks, non Financial Corporations, Haushalte und Unternehmungen, soweit diese keine Savings Bonds halten.⁵⁾ Charakteristisch für die Bestände dieser Investoren ist, daß sie nur in begrenztem Umfang nicht marktgängige und auch nur wenig langfristige marktgängige Papiere halten.⁶⁾ Besonders erwähnt werden von Levy die Commercial Banks, die durch ihr Anlageverhalten in Staatspapieren ausgesprochen starke Fluktuationen ausgelöst haben. Das wird damit erklärt, daß Staatspapiere für die Banken die Funktion eines Liquiditätsausgleichs für den Fall veränderter Kreditnachfrage und der durch die Geldpolitik hervorgerufenen Veränderungen des Angebots an Zentralbankgeld erfüllen.⁷⁾

1. Die konjunkturbestimmte Gruppe

1.1 Die Geschäftsbanken

Bei den Geschäftsbanken ist die Anlage in Wertpapieren zu einem nicht unbedeutenden Teil von vorübergehender Natur und nur als ein Ersatzgeschäft zu sehen,⁸⁾ was für die "Universalbank" in der Bundesrepublik und die hauptsächlich das kurzfristige Einlagen- und Kreditgeschäft betreibende "Commercial Bank" in den Vereinigten Staaten gelten kann.

4) M. E. Levy, a.a.O., Part I, S. 73

5) M. E. Levy, a.a.O., Part I, S. 73

6) M. E. Levy, a.a.O., Part I, S. 112

7) M. E. Levy, a.a.O., Part I, S. 75, 76

8) W. Dannemann: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Beiträge zur reinen und angewandten Wirtschaftstheorie aus dem wirtschaftswissenschaftlichen Seminar der Universität Kiel, Hrg. E. Schneider, Tübingen 1959, S. 73.

Vgl. auch: A. Tholen: Die Anlagepolitik der Kreditbanken und Sparkassen (betriebs- und volkswirtschaftliche Probleme) Diss. Hamburg 1969, S. 204

Insbesondere Staatspapiere mit geringer Laufzeit erfüllen, soweit sie zentralbankfähig sind, für die Banken in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik die Funktion einer Liquiditätsreserve, die bei unvorhergesehener Liquiditätsknappheit jederzeit in Zentralbankgeld umgewandelt werden kann. Ein kurzfristiger Liquiditätsbedarf ergibt sich z. B., wenn die Mindestreservenverpflichtungen zeitweise nicht mehr erfüllt werden können oder bei gegebenem Kreditvolumen ein Schwund an Depositeneinlagen zu verzeichnen ist.⁹⁾

Umgekehrt können die Banken bei rückläufiger Konjunktur frei werdende Mittel in Staatspapieren anlegen, was besonders für die USA gilt: während die Banken in der Bundesrepublik ihre ggf. stark ausgenutzten Rediskontkontingente durch frei werdende Liquidität entlasten können, bleibt den amerikanischen Banken, für die der Redis-kont keine nennenswerte Bedeutung hat, keine andere Wahl, als überschüssige Liquidität in Staatspapieren anzulegen.¹⁰⁾ Hinzu kommen die für das Debt Management sehr wichtigen Vorschriften des Banking Act, denen zufolge Commercial Banks bei der Anlage ihrer Mittel in Wertpapieren auf bestimmte festverzinsliche Werte, insbesondere öffentliche Schuldtitel (der Gemeinden, Bundesstaaten und der Zentralregierung)¹¹⁾ festgelegt sind, wovon als wichtigste Ausnahme der Erwerb von Anteilen an den Federal Reserve Banks als Vorbedingung zur Mitgliedschaft im Federal Reserve System gilt.

9) J. Tobin: An Essay on Principles of Debt Management, a.a.O., S. 156

10) B. Stadermann: Offenmarktgeschäfte als Instrument der Liquiditätspolitik, Frankfurt/M. 1961, S. 70

11) G. Wohlgemuth: "Liquiditäts- und Anlagepolitik der Kreditbanken (II Ausland)", Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1160

1.2 Die Sparkassen der Bundesrepublik

Den öffentlichen Sparkassen ist in den Mustersatzungen die Anlage ihrer Mittel genau vorgeschrieben.¹²⁾ So gilt für das Wertpapiergeschäft in eigener Rechnung, daß nur festverzinsliche mündelsichere Titel, zu denen auch Staatspapiere zählen, erworben werden dürfen, nicht dagegen Aktien und Beteiligungen.¹³⁾ Von diesen Anlagevorschriften abgesehen, sind die Sparkassen im Vergleich zu den Banken aufgrund ihrer Bilanzstruktur in besonderem Maße zum Erwerb langfristiger Staatspapiere befähigt: i. d. R. kann angenommen werden, daß Spareinlagen, im Gegensatz zu den bei den Banken eingelegten sehr beweglichen Betriebs- und Kassenreserven der Unternehmungen, zum größten Teil als dauernde Einlagen zu betrachten sind und daher langfristig zur Verfügung stehen.¹⁴⁾ Wie sich bei den Banken kurzfristige Staatspapiere als Alternative zum kurzfristigen Kredit anbieten, so bilden langfristige Staatspapiere die Alternative zum langfristigen Kredit bei den Sparkassen.

- 12) s. z. B. die Vorschriften der Hessischen Mustersatzung, insbesondere die §§ 13 - 27. Gem. § 25, I haben die hessischen Sparkassen 30 % der Spareinlagen und 50 % der sonstigen Einlagen in flüssigen Werten anzulegen. Dabei sind mindestens 10 % der Spareinlagen und mindestens 20 % der sonstigen Einlagen als Liquiditätsreserve bei der zuständigen Girozentrale zu unterhalten.

Zu den "flüssigen Werten" zählen (§ 25, II) u. a.: Kasse, Guthaben bei der Landeszentralbank und beim Postscheckamt, Guthaben bei der zuständigen Girozentrale, Nostro Guthaben, Schatzwechsel und Privatdiskonten, lombardfähige Schuldverschreibungen, Ausgleichsforderungen.

Vgl. H. Schlierbach: Kommentar zur hessischen Mustersatzung A und B für kommunale Sparkassen, Stuttgart 1963

- 13) J. Mühl: "Sparkassen (A. Begriff, Arten und Rechtsformen)" Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., Band II, S. 1531
- 14) G. Obst, O. Hintner: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 35. Auflage, Stuttgart 1963, S. 288

Eigentlich sollte man annehmen, daß sich für die Sparkassen aufgrund der ihnen langfristig zur Verfügung stehenden Mittel das für die Banken typische Liquiditätsproblem nicht in vergleichbarem Maße stellt, so daß sie Staatspapiere als langfristige Anlage erwerben könnten und so als trendbestimmte Gruppe zu einem stabilisierenden Faktor am Markt für Staatsschuldtitel würden. Diese Annahme ist nur zum Teil richtig, da die Sparkassen, seit ihnen die passive Scheckfähigkeit verliehen wurde (1908), auch das Depositengeschäft betreiben und Kontokorrentkredite geben. Stehen ihnen neben den Spareinlagen umfangreiche kurzfristige Mittel zur Verfügung, so ergeben sich in dem Maße auch ähnliche dispositiorische Probleme wie bei den Geschäftsbanken. Auch die Sparkassen können mit dem kurzfristigen Einlagen- und Kreditgeschäft Fluktuationen am Geld- und Kapitalmarkt auslösen bzw. verstärken. Da gerade das Depositen- und kurzfristige Kreditgeschäft bei den deutschen Sparkassen, wie die Tabelle zeigt, sehr stark ausgeprägt ist, kann angenommen werden, daß sie eher zur konjunkturbestimmten Gruppe der Staatspapieranleger zu rechnen sind. (s. Tab. 1, S. 68)

Auch die Girozentralen (Tab. 2, S. 69), die Zentralbanken der öffentlichen Sparkassen, können als Sammelbecken erheblicher liquider Mittel zur konjunkturbestimmten Gruppe gerechnet werden. Das von ihnen betriebene kurzfristige Einlagen- und Kreditgeschäft beschränkt sich keineswegs nur auf die ihnen angeschlossenen Sparkassen; zu ihren Einlegern und Kreditnehmern gehören auch Nichtbanken.

Eine Parallele zu den deutschen Sparkassen sind in den Vereinigten Staaten die sog. Stocks Savings Banks, die außer Spareinlagen auch Sicht- und Termingelder herein-

Tabelle 1: Kredite der Sparkassen an Nichtbanken und Einlagen der Sparkassen von Nichtbanken
(in Millionen DM)
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

	Barre- serve 1)	Kurzfri- stige Kredite 2)	Mittelfri- stige Kredite	Langfri- stige Kredite	Sicht- einlagen ³⁾	Termin- einlagen 4)	Spar- einlagen	Spar- briefe
1965	6.267	10.774	5.804	49.854	16.052	3.764	69.365	
1966	7.021	12.315	6.836	54.843	16.535	3.972	78.813	
1967	5.504	12.783	7.721	60.024	18.401	4.381	89.308	
1968	6.010	14.964	8.107	74.180	19.792	6.929	101.192	1.352
1969	6.178	19.108	8.697	83.416	21.951	8.676	111.926	2.963
1970	9.855	22.792	9.908	90.879	23.920	10.932	120.871	4.092

1) Einschließlich Guthaben bei der Bundesbank

2) Einschließlich Wechseldiskontkredite, ab 1968 mit Schatzwechselkrediten

3) täglich fällige Gelder und Gelder bis unter 1 Monat

4) bis einschließlich über 4 Jahre

Tabelle 2: Kredite und Einlagen der Girozentralen (in Millionen DM)
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Barre- serve ¹⁾	Kurzfristige Kredite an Nicht- bank. Inst. 2)	Langfristige Kredite an Nicht- bank. 3)	an Kred. Inst. 4)	Sicht- ein- lagen	Einlagen von Nichtbanken	Termin- einlagen (bis einschl. 4 Jahre)	Sparein- lagen	Sicht- ein- lagen	Einlagen von Kredit- instituten	Termin- ein- lagen
1965	1.540	3.839	827	28.375	3.920	2.021	3.628	353	4.295	10.124
1966	1.555	4.020	961	30.371	4.152	2.093	4.790	389	4.494	12.101
1967	1.657	3.637	1.173	33.245	4.786	2.479	6.046	444	5.967	14.970
1968	2.047	5.485	1.877	35.289	6.239	2.898	6.747	516	6.379	4.483
1969	1.687	7.086	1.825	42.349	7.174	2.663	7.849	542	8.525	5.167
1970	1.718	8.916	3.262	51.939	7.241	2.746	7.634	1.745	9.115	10.365

1) Einschließlich Guthaben bei der Bundesbank

2) Ab 1968 nur Wechseldiskontkredite

3) Ab 1968 nur Buchkredite und Darlehen

4) Ab 1968 nur Bankschuldverschreibungen

nehmen, über die mit Scheck verfügt werden kann. Ihre Bedeutung ist aber sehr zurückgegangen.¹⁵⁾

1.3 Das Notenbanksystem

Wenn Levy das Federal Reserve System zur konjunkturbestimmten Gruppe (deren Motive ja eigentlich von hohem Gewinnstreben geprägt sind) rechnet, dann faßt er es als eine Gläubigergruppe mit spezifischer Verhaltensweise auf, die nicht vom Erwerbsprinzip, sondern vom wirtschaftspolitischen Zielsystem determiniert ist.

Bei der Verzinsung der Staatsschuldtitel wurde davon ausgegangen, daß der langfristige Zins vom Staat und der kurzfristige von der Notenbank maßgeblich beeinflußt wird, so daß beide vom Zinsinstrument her betrachtet als Debt Management betreibende Institution gesehen werden können. Daß die Notenbank selbständig auch Debt Management-Maßnahmen im Rahmen der Variation der Gläubigerstruktur betreibt, wird in der Literatur teilweise dadurch definitorisch ausgeklammert, daß sich das Debt Management nur auf die "outstanding debt" beziehen soll, d. h. nur auf den Teil der Staatsschuld, der sich außerhalb der Regierungsstellen und der Notenbank befindet.¹⁶⁾ "Debt Management policy ... is concerned largely with the structure of composition of the publicly held debt."¹⁷⁾ Für die Veränderung der Gläubi-

15) Vgl. E. H. Adler, I. Lübkes: "Vereinigte Staaten von Amerika", Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., Band II, S. 1697

16) Vgl. einleitenden Teil

17) C. Abbott: Management of the Federal Debt, in: Money and Credit, Their Influence on Jobs, Prices and Growth, The Report of Commission on Money and Credit, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1958, S. 100.

Vgl. auch T. E. Beard: Debt Management: Its Relationship to Monetary Policy, 1951-1962, in: The National Banking Review. Vol. II, Sept. 1964, S. 61, Fußn. 1 Wieder abgedruckt in: US Treasury Department, Treasury Views on Independence of Federal Reserve, in: Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, Ed. Warren, L. Smith, R. L. Teigen, Homewood Ill. 1965

gerstruktur würde nach dieser Auffassung die Notenbank als Träger des Debt Management nicht in Betracht kommen. Dagegen wird aber auch die Auffassung vertreten, daß das Federal Reserve System de facto Debt Management betreibt, weil es über einen großen Bestand an Staatspapieren verfügt, den es zur Veränderung der Bankreserven einsetzt.¹⁸⁾ Nicht die Tatsache allein, daß die Notenbank Staatspapiere hält, sondern daß sie mit diesen wirtschafts- bzw. geldpolitisch operiert, macht sie de facto zum Träger des Debt Management. "There is no neat way to distinguish monetary policy from debt management, the province of the Federal Reserve from that of the Treasury. Both agencies are engaged in debt management in the broadest sense, and both have powers to influence the whole spectrum of the debt."¹⁹⁾ Dabei ist auch zu bedenken, daß die Offenmarktpolitik als einziges Instrument der Geldpolitik materiell an die Grundlage des öffentlichen Kredites (Geldmarktpapiere) gebunden ist, während die übrigen Instrumente der Geldpolitik entweder an den privatwirtschaftlichen Kredit (Handelswechsel) oder an die Einlagen im Bankensektor (Mindestreserven) gebunden sind. Die Offenmarktpolitik erscheint in diesem Zusammenhang als eine besondere Kategorie des Debt Management.

1.4 Die Unternehmungen der gewerblichen Wirtschaft

Unternehmungen des Handels und der Industrie stehen von der Art ihrer Tätigkeit her gesehen in keinem ständigen Kontakt zu den Finanzmärkten. Staatspapiere erfüllen für sie meist nur den Zweck einer Liquiditätsreserve bzw. dienen dazu, einen vorübergehenden Liquiditätsüberschuß unterzubringen. "In the United States, large

18) H. Wolf, a.a.O., S. 363

19) J. Tobin: An Essay on Principles of Debt Management, a.a.O., S. 148

amounts of Treasury bills are held by business corporations to provide a source of earnings and a convenient way to provide for seasonal variations in the needs for cash, to built up a holding of liquid assets in anticipation of large investment program and as a contingency reserve."²⁰⁾

2. Die trendbestimmte Gruppe

2.1 Die Mutual Savings Banks und die Savings and Loan Associations

Die Mutual Savings Banks betreiben in den Vereinigten Staaten, im Gegensatz zu den Sparkassen der Bundesrepublik, kein kurzfristiges Kreditgeschäft. Sie nehmen Spareinlagen (savings deposits) herein, über die nicht mit Scheck verfügt werden kann. Die Art ihrer Tätigkeit, die sich auf das langfristige Einlagen- und Kreditgeschäft beschränkt, erlaubt es ihnen, ihre Geschäfte mit einem Minimum an Liquidität durchzuführen.²¹⁾

Tabelle 3: Einlagen- und Kreditgeschäft der Mutual Savings Banks (in Millionen Dollar)

	Hypotheken- darlehen (mortgage)	Barmittel (cash)	Spareinlagen (Savings- Deposits)
1960	26.702	874	36.343
1961	28.902	937	38.277
1962	32.056	956	41.336
1963	36.007	912	44.606
1964	40.328	1.004	48.849
1965	44.433	1.017	52.443
1966	47.193	953	55.006
1967	50.311	993	60.121
1968	53.286	996	64.507
1969	55.781	912	67.026
1970	57.775	1.270	71.580

Quelle: Fed. Res. Bull. Financial and Business Statistics

- 20) E. Rolph: Debt Management: Some Theoretical Aspects, a.a.O., S. 113
So dienen z. B. Schatzwechsel der Zwischenanlage liquider Mittel, die für die Steuertermine bereitzuhalten sind. (Vgl. R. Nowak, a.a.O., S. 203)
- 21) R. Nowak, a.a.O., S. 80 u. S. 203

Die Anlage der Spardepositen ist den Mutual Savings Banks in den meisten Staaten der USA genau vorgeschrieben. Neben Grundstückshypotheken, die das Hauptgeschäft bilden, dürfen u. a. Schuldverschreibungen des Bundes erworben werden.²²⁾ Da also die Aktiv- und Passivgeschäfte der Mutual Savings Banks vorwiegend langfristiger Natur sind, nehmen Staatspapiere für sie den Charakter einer nicht nur vorübergehenden Anlage an, so daß sie im Gegensatz zu den Sparkassen der Bundesrepublik - oder doch in stärkerem Maße - zur trendbestimmten Gruppe gerechnet werden können.

Ähnliche Funktionen, wie die Mutual Savings Banks, haben in den USA die Savings and Loan Associations, die man etwa "... als auf genossenschaftlicher Basis aufgebaute Hypothekendarlehensanstalten mit der besonders forcierten Aufgabe der Spar- und Wohnungseigentumsförderung unter ihren Mitgliedern ..." definieren kann.²³⁾
(s. Tabelle 4 , Seite 74)

Ihre initiativreiche Geschäftspolitik verhalf den Savings and Loan Associations zu einem beträchtlichen Wachstum ihrer Spareinlagen, so daß sie nach dem Kriege zur Hauptquelle der privaten Wohnungsbaufinanzierung wurden.²⁴⁾ Wie den Mutual Savings Banks, ist auch den Savings and Loan Associations die Anlage ihrer Mittel in Hypothekendarlehen und Bundesschuldverschreibungen vorgeschrieben. Analog zu den Mutual Savings Banks konzentrieren sich auch diese Institute auf das langfristige Geschäft, so daß Savings and Loan Associations zur trendbestimmten Gruppe rechnen.

22) Banklexikon, 1963, a.a.O., Sp. 1248

23) K. Edelmann: Die Savings and Loan Associations in den Vereinigten Staaten, in: Österreichisches Bankarchiv, 10. Jahrgang, Heft II, Februar 1962, SS. 56 - 62
(wörtliches Zitat von S. 56)

24) K. Edelmann, a.a.O., SS. 59, 60

Tabelle 4 :

**MORTGAGE ACTIVITY OF SAVINGS AND
LOAN ASSOCIATIONS**
(In millions of dollars)

Period	Loans made			Loans outstanding (end of period)			
	Total ¹	New home construction	Home purchase	Total ²	FHA-insured	VA-guaranteed	Conventional
1945.....	1,913	181	1,358	5,376	.....	.....	.....
1963.....	25,173	7,185	10,055	90,944	4,696	6,960	79,288
1964.....	24,913	6,638	10,538	101,333	4,894	6,683	89,756
1965.....	24,192	6,013	10,830	110,306	5,145	6,398	98,763
1966.....	16,924	3,653	7,828	114,427	5,269	6,157	103,001
1967.....	20,122	4,243	9,604	121,805	5,791	6,351	109,663
1968.....	21,983	4,916	11,215	130,802	6,658	7,012	117,132
1969.....	21,847	4,757	11,254	140,347	7,917	7,658	124,772
1970.....	21,387	4,150	10,239	150,562	10,195	8,507	131,860
1970—Mar....	1,262	284	585	140,766	8,092	7,677	124,997
Apr....	1,400	325	627	141,252	8,184	7,712	125,356
May....	1,586	373	741	141,975	8,325	7,761	125,889
June....	2,086	398	1,017	143,103	8,579	7,862	126,662
July....	2,080	393	1,071	143,103	8,579	7,862	126,662
Aug....	2,111	369	1,147	145,296	9,011	8,050	128,234
Sept....	2,183	388	1,100	146,418	9,224	8,115	129,079
Oct....	2,127	406	1,012	147,570	9,441	8,230	129,903
Nov....	1,972	355	919	148,896	9,226	8,336	130,794
Dec....	2,474	416	968	150,560	10,195	8,507	131,860
1971—Jan....	1,667	307	752	151,503	10,473	8,673	132,357
Feb....	1,887	346	818	152,665	10,810	8,766	133,089
Mar....	2,785	520	1,137	154,400	11,168	8,920	134,312

¹ Includes loans for repairs, additions and alterations, refinancing, etc. not shown separately.

² Beginning with 1958, includes shares pledged against mortgage loans; beginning with 1966, includes junior liens and real estate sold on contract; and beginning with 1967, includes downward structural adjustment for change in universe.

NOTE.—Federal Home Loan Bank Board data.

Quelle: Federal Reserve Bulletin Financial and Business Statistics

2.2 Die Versicherungen

Da im Versicherungssektor bei gleichbleibendem Geschäftsumfang ein "Bodensatz" an Prämienteilen entsteht, der für den eigentlichen Geschäftszweck nicht gebraucht wird (vgl. Tabelle 5 , S. 75), sind die Versicherungsgesellschaften zu großen Kapitalsammelbecken geworden, deren Bedeutung für die Kreditwirtschaft in den vergangenen Jahren entscheidend zugenommen hat.

Die sichersten Gelddispositionen können die Lebensversicherungen treffen, da Zahlungen für auslaufende Versicherungsverträge und Renten für einen sehr langen

Tabelle 5 : (in Millionen DM)

Lebensversicherungen		Schäden/Unfall Sachversicherungen		Krankenversicherungen		
Beitrags- einnahmen (Ist-Werte) 1)	Zahlungen ²⁾ für Vers.- Fälle + Rückkäufe	Beitrags- einnahmen (ohne Beitr. überträge)	Leistungen f. Vers.Fälle aus Vorjahren +Gesch.Jahr 3)	Beitrags- einnahmen (Ist)	Zahlungen für Vers.-Fälle 4)	
1960	2.982	888	4.547	4.654,1	1.257	842
1961	3.446	967	4.956	5.302,9	1.402	910
1962	3.991	1.098	5.674,9	6.321,8	1.612	1.013
1963	4.502	1.502	6.245,8	7.319,8	1.827	1.145
1964	5.021	1.622	6.975,6	8.133,1	2.043	1.299
1965	5.675	1.843	7.966	9.103,3	2.290	1.459
1966	6.392	2.088	8.843	10.433,7	2.603	1.691
1967	6.892	2.317	9.589	11.637,8	2.922	1.940
1968	7.900	2.822	10.283	12.535,9	3.366	2.160

Quelle: Statistische Jahrbücher für die Bundesrepublik Deutschland
Geschäftsberichte des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen
1968/69

- 1) Beitragsüberträge aus dem Vorjahr und dem Geschäftsjahr sind nicht berücksichtigt
- 2) Ohne Berücksichtigung von Rückstellungen
- 3) Ein Vergleich der Leistungen für Versicherungsfälle mit den Beitragsentnahmen ist schon deshalb nicht ohne weiteres möglich, weil die Beiträge nicht ohne Berücksichtigung der Beitragsüberträge aus dem Vorjahr und der des Geschäftsjahres angegeben sind.
- 4) Ohne Rückstellungen für unerledigte Versicherungsfälle.

Zeitraum ziemlich genau überschaubar sind; daher können gerade Lebensversicherungen im Vergleich zu ihren Vertragsbeständen mit einem Minimum an betriebsnotwendiger Liquidität auskommen. Dagegen ist bei den Sach- und Krankenversicherungen die finanzielle Belastung unsicher: wenn auch der Liquiditätszufluß, wie bei den Lebensversicherungen, vertraglich feststeht, lassen sich zukünftige Anforderungen an die betriebsnotwendige Liquidität infolge des in diesem Versicherungszweig größeren Unsicherheitsfaktors nur weniger exakt vorausberechnen.

Die Mittel der Vertragsversicherungen bestehen aus dem Sonder- und dem freien Vermögen. Aus dem Sonder- oder "gebundenen" Vermögen begleichen sie ihre vertraglichen Verpflichtungen. Daher darf dieser Teil auch nur in Vermögenswerten investiert werden, die gesetzlich genau vorgeschrieben sind. Dagegen kann über das freie Vermögen, also den Teil, der nicht für die eigentlichen Versicherungsleistungen herangezogen werden soll, in gewissen Grenzen frei verfügt werden. Das kann z. B. durch entsprechende Richtlinien im Gesellschaftsvertrag geschehen, der bei Gründung der Versicherungsgesellschaft allerdings erst von der staatlichen Aufsichtsbehörde genehmigt werden muß.²⁵⁾

Bei der Anlage des Gesamtvermögens der Vertragsversicherungen, also des freien und des gebundenen Vermögens sind generell "die allgemeinen Grundsätze einer möglichst großen Sicherheit, Liquidität und Rentabilität unter Berücksichtigung einer angemessenen Mischung und Streuung zu beachten."²⁶⁾ Wenn der Grundsatz der "Rentabilität" da-

25) J. Claren: Die Kapitalanlagen der privaten deutschen Lebensversicherungsunternehmen, Betriebswirtschaftliche Forschung, Band 3, Berlin 1955, S. 31

26) Vgl. die Präambel zum Rundschreiben des Bundesaufsichtsamtes vom 20. 12. 1958 über die Vermögensanlage der Versicherungsunternehmen, wiedergegeben in: Enzyklop. Lex., a.a.O. "Versicherung und Kapitalmarkt", S. 1743; "Bei der Anlegung des gesamten Vermögens, das unbeschadet der Vorschriften über den Deckungs-

hingehend zu verstehen ist, daß die Dauerhaftigkeit und Sicherheit des Ertrages den Erwartungen raschen spekulativen Gewinnes übergeordnet ist,²⁷⁾ so ist dazu für das Debt Management festzustellen, daß die Vertragsversicherungen schon allein von dieser Regelung her gesehen zur trendbestimmten Gruppe gerechnet werden können, da die oben erwähnten Grundsätze als allgemeine Regel die Anlage in Staatspapieren einschließen.

Das gilt in verstärktem Maße für einen besonderen Teil des gebundenen Vermögens: den sog. Deckungsstock, der der Gegenposten der Deckungsrückstellungen, also der Guthaben der Versicherten ist²⁸⁾ und als eine Summe von Vermögenswerten betrachtet werden kann, die von dem übrigen Vermögen getrennt sind. Das Versicherungsaufsichtsgesetz und die nach ihm ergangenen Anlagevorschriften des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bau-sparwesen regeln, inwieweit Vermögenswerte bestimmter Art in den Deckungsstock aufgenommen werden können.

Nach § 68 VAG können die Bestände des Deckungsstockes in zahlreichen Werten angelegt werden. Dazu gehören:

- Wertpapiere, die nach den Landesgesetzen zur Anlage in Mindelgeldern zugelassen sind
- Hypothekenpfandbriefe
- Anlage in Hypotheken innerhalb bestimmter, im Gesetz beschriebener Beleihungsgrenzen
- Verbriefte Forderungen an den Staat und inländische Körperschaften des öffentlichen Rechts
- Anlage in inländischen Grundstücken mit einer quotalen Begrenzung auf 1/4 des Solls der Deckungsrückstellung

stock für sämtliche Verbindlichkeiten haftet, sind die allgemeinen Grundsätze einer möglichst großen Sicherheit, Liquidität und Rentabilität unter Berücksichtigung einer angemessenen Mischung und Streuung zu beachten."

27) s. entsprechende Kommentierung der Präambel in Enzyklop. Lex., a.a.O., S. 1744, Band II

28) L. Arps: "Versicherung und Kapitalmarkt", Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., Band II, S. 1744

III. Die Struktur der Laufzeit

1. Begriffliche Vorbemerkung

Als juristische bzw. formelle Laufzeit bezeichnet man die Laufdauer, für die eine Staatsschuld ursprünglich begeben wurde. Auch wenn z. B. eine ursprünglich als langfristig begebene Anleihe schon kurz vor ihrer Fälligkeit steht, erfolgt ihre formelle Definition nach der juristischen Laufzeit.

Während die Laufzeit der Staatsschuldspapiere im juristischen Sinne unverändert bleibt, nimmt deren Restlaufzeit ständig ab. Sie gibt, wie im Teil I über die subjektive und objektive Liquidität bereits ausgeführt, einen Anhaltspunkt über die natürlichen Liquiditätseigenschaften der Papiere, die ihnen aufgrund ihrer bis zum Fälligkeitstermin verbleibenden restlichen Laufdauer zukommt.

Spricht man von der "Struktur der Fälligkeit", so sind damit die konkreten Zeitpunkte gemeint, zu denen Teile der öffentlichen Schuld fällig werden und daher Liquidität in bestimmter Höhe vom Staat bereitgehalten werden bzw. eine Neufinanzierung stattfinden muß.

Die "Struktur der Fälligkeit" ist im weiteren Verlauf dieser Arbeit nicht von Interesse, da im Rahmen des Debt Management nur durch die Veränderung der juristischen Laufzeit und der Restlaufzeit die Liquiditätseigenschaften der verbrieften öffentlichen Schuld manipuliert werden sollen.

2. Die Verhaltensweisen¹⁾

Da sich jeder Schuldtitel fortwährend auf seinen Fälligkeitstermin hinbewegt, stellt sich für den Staat die Alternative, Staatspapiere am Ende ihrer Laufzeit einzulösen oder sich neu zu verschulden. Werden alte Schuldtitel durch neue Schuldtitel ersetzt, spricht man von dem sog. "roll - over problem", ²⁾ das sich aus den verschiedenen Anlagepräferenzen der konjunktur- und der trendbestimmten Gruppe ergibt:

Bekanntlich bevorzugen Kreditinstitute mit vorwiegend kurzfristigem Kreditgeschäft, also die Universalbanken deutschen Typs bzw. die Commercial Banks in den Vereinigten Staaten, Staatsschuldtitel mit juristisch kurzer Laufzeit (Geldmarktpapiere) oder juristisch langfristige Schuldtitel mit Restlaufzeiten von einem Jahr und darunter. Dagegen befinden sich in den Portefeuilles der hauptsächlich das langfristige Aktiv- und Passivgeschäft betreibenden Kreditinstitute (Sparkassen, Mutual Savings Banks, Savings and Loan Associations, Lebensversicherungen) meist langfristige Staatsschuldtitel.

3. Die bei der Veränderung der Laufzeitstruktur anzuwendenden Tilgungsmethoden und Umtauschtechniken

Der wichtigste Anlaß, die Struktur der Laufzeit zu verändern, sind fällige Staatspapiere, die durch neue Schuldtitel ersetzt werden. Das schließt nicht aus, daß Staatsschuldtitel schon vor ihrer Fälligkeit gekündigt und durch eine neue Anleihe gleicher oder anderer Form ersetzt werden können. Beim Debt Management geht es nicht um fiskalische Erwägungen, wie etwa darum, ein sinkendes

1) Hierzu kann auf die Ausführungen zu den verschiedenen Gläubigergruppen des Staatskredites in Teil II, Punkt II verwiesen werden.

2) H. Wolf, a.a.O., S. 360

Zinsniveau durch den Eintausch einer alten durch eine neue Anleihe mit entsprechend niedrigerer Verzinsung (Konversion) auszunutzen³⁾ oder auf eine möglichst bequeme und geräuschlose Art den Schuldenberg fortzuwälzen;⁴⁾ vielmehr sollen die neuen Papiere unter liquiditätspolitischen Gesichtspunkten ausgewählt und begeben werden. Die im folgenden behandelten wichtigsten Umtauschtechniken und Tilgungsmethoden haben je nach ihrer Kombination mitunter erheblich voneinander abweichende Wirkungen auf die Liquidität.

3.1 Die Tilgungsmethoden

Dem Ziel der Untersuchung entsprechend interessieren nur diejenigen Tilgungsmethoden, die für die z e i t l i - c h e V e r t e i l u n g der Rückzahlung einer Anleihe interessant sind, nicht dagegen die verschiedenen R ü c k z a h l u n g s t e c h n i k e n.

Es gibt grundsätzlich folgende Tilgungsmöglichkeiten:

Tilgungsmethode A: Die Tilgung beginnt schon im ersten Jahr und verteilt sich gleichmäßig auf die Jahre der Laufzeit.

Tilgungsmethode B: Die Rückzahlung beginnt erst nach einigen tilgungsfreien Jahren. Von da an verteilt sie sich gleichmäßig auf die Jahre der Restlaufzeit.

Tilgungsmethode C: Die Anleihe wird nach Beendigung ihrer Laufzeit in voller Höhe zurückgezahlt.

Bei den Tilgungsmethoden A und B werden in Höhe der jeweiligen Tilgungsrate einzelne Stücke bzw. ganze Serien von Papieren ausgelost.

3) Vgl. G. Hedtkamp : Lehrbuch der Finanzwissenschaft, a.a.O., SS. 222 f

4) R. Nowak, a.a.O., S. 122

3.2 Die Technik der Umtauschaktionen⁵⁾

Beim premium-refunding⁶⁾ sind nur die Inhaber der fälligen Schuldtitel (die als Bezugsrechte gelten) berechtigt, die ersatzweise angebotenen Schuldtitel zu erwerben, so daß sich der ganze Vorgang bargeldlos und nur durch Umtausch vollzieht. Sind Wirtschaftssubjekte an den neuen Titeln interessiert, ohne fällig werdende Titel zu besitzen, dann müssen sie sich diese beschaffen, wobei sie i. d. R. außer dem Marktpreis ein Aufgeld (premium) zu zahlen haben. Den Handel mit fälligen Papieren übernehmen in den USA die US-Government Securities Dealers, indem sie Papiere übernehmen und auf "when - issued basis" wieder verkaufen.⁷⁾

Der Erfolg einer Umtauschaktion wird als Quote der nicht zum Umtausch gelangten und daher in bar einzulösenden fälligen Titel ausgedrückt (attrition - rates).⁸⁾

5) Zu den technischen Einzelheiten der Umtauschaktion vgl. P. Hadrys: Techniken des Debt Management in den Vereinigten Staaten von Nordamerika unter besonderer Berücksichtigung des "Advance-Refunding", Diss. Berlin 1970, SS. 83 ff

6) Den Ausführungen von Tobin, (An Essay on Principles of Debt Management, a.a.O., SS. 147/148) kann entnommen werden, daß das Wort "refunding" nicht mit "Fundierung" zu übersetzen ist, sondern soviel wie "Neufinanzierung" bedeutet.

Siehe aber die gegenteilige Auffassung von Wolf, der z. B. die Verkürzung der Struktur der Laufzeit, die ja auch eine Form der Neufinanzierung ist, nicht zum refunding rechnet (H. Wolf, a.a.O., Ohio 1966, S. 362 f)

In dieser Arbeit wird unterstellt, daß "refunding" jede Neufinanzierung ohne Rücksicht auf die Form und die Laufzeit der alten und neuen Staatspapiere ist. Anhand der gängigen Umtauschverfahren soll auch eine Verkürzung der Struktur der Laufzeit in ihren Liquiditätswirkungen untersucht werden.

7) R. Nowak, a.a.O., S. 123

8) R. Nowak, a.a.O., S. 123

B. C. Hallowell, K. M. Williamson: Debt Managements Contribution to Monetary Policy, The Review of Economics and Statistics, Vol. XLIII, 1961, S. 82

Beim "cash - refunding", das in den Vereinigten Staaten erstmals 1960 angewendet wurde, wendet sich der Staat nicht nur an die Besitzer der fälligen Schuldtitel, sondern jedermann kann die neuen Papiere erwerben, ohne Rücksicht darauf, ob er alte Papiere besitzt oder nicht. Die neuen Papiere können sowohl durch Barzahlung als auch im Umtausch fällig werdender Papiere erworben werden, so daß der Handel mit Bezugsrechten entfällt.⁹⁾

Unter "advance - refunding" versteht man den Aufruf noch nicht fälliger Papiere zum Umtausch in Papiere mit längerer Laufzeit. Dabei kommt es aber darauf an, daß die aufgerufenen Papiere zwar gegen längerfristige, aber im Anlagecharakter ähnliche Titel ausgetauscht werden.¹⁰⁾

9) R. Nowak, a.a.O., S. 123

10) R. Nowak, a.a.O., S. 124

Vgl. auch W. Woodworth, a.a.O., S. 339, wonach man drei Arten des advance - refunding unterscheidet:

(1) Senior-refunding: Titel mit einer Laufzeit von 5-10 Jahren werden gegen solche mit einer Laufzeit von 15-40 Jahren ausgetauscht.

(2) Junior-refunding: Titel mit einer Laufzeit von 1-5 Jahren werden gegen Titel mit Laufzeiten von 5-10 Jahren ausgetauscht.

(3) Prerefunding: Titel mit einer Laufzeit von unter einem Jahr werden gegen Laufzeiten von 5-10 Jahren ausgetauscht.

IV. Die Struktur der Übertragbarkeit

1. Die Abgrenzung der Begriffe "Übertragbarkeit" und "Marktgängigkeit"

Mit Übertragbarkeit ist eine Forderung gegen den Staat ausgestattet, wenn die rechtlichen und institutionellen Voraussetzungen bestehen, sie an einen anderen Gläubiger zu veräußern bzw. sie von diesem zu erwerben. Der so definierte Begriff ist weiter als der der Marktgängigkeit: diese besteht nur, wenn eine öffentliche Schuld durch besondere Formgebung (z. B. Inhaberschuldverschreibung), durch Aufteilung einer Serie in gleiche Stücke und durch Einführung an der Börse oder dem Kapitalmarkt zu einer fungiblen Sache wird. Hat eine Schuldform diese Eigenschaften nicht, dann fehlt ihr zwar die Marktgängigkeit, sie kann aber dennoch übertragbar sein, wie dies mit den Schuldbuchforderungen des Deutschen Reiches vor 1930 der Fall war.¹⁾

Es gibt aber auch Schuldformen, denen nicht nur die Marktgängigkeit fehlt, sondern darüber hinaus auch jede Übertragbarkeit. Sie können während ihrer gesamten Laufdauer nur von ein und demselben Gläubiger gehalten werden, soweit sie nicht vorzeitig vom Schuldner eingelöst werden. Beispiele hierfür sind die Savings Bonds in den Vereinigten Staaten und die Schatzscheine in der Bundesrepublik, die zwar als Urkunde verbrieft sind, aber nicht übertragen werden können. Die Möglichkeit, sie vor ihrer Fälligkeit an den Staat zurückzugeben, macht sie nicht zu "übertragbaren" Papieren, sondern ist nur eine besondere Form der Tilgung.

1) s. weiter unten

2. Die Übertragbarkeitsgrade der Staatsschuldtitel in der Bundesrepublik und den Vereinigten Staaten

Die in der Bundesrepublik vorkommenden Schuldformen können in die beiden Kategorien "Buchschulden" und "Briefschulden" eingeteilt werden.²⁾ Zum Börsenhandel zugelassene Briefschulden sind leicht übertragbar³⁾ und marktgängig, sie haben also einen hohen Übertragbarkeitsgrad, was auch für die kurzfristigen verbrieften Schuldformen (Schatzwechsel und unverzinsliche Schatzanweisungen)⁴⁾ gelten kann. Dagegen konnten Forderungen, die im Schuldbuch eingetragen sind, ihrer geringen Beweglichkeit wegen ursprünglich kaum gehandelt werden. Daher nahm der Berliner Kassenverein 1930 den Schuldbuchgiroverkehr auf, der, zusammen mit der sog. Sammeldepotverordnung,⁵⁾ die depot- und börsenrechtliche Behandlung der Schuldbuchforderungen mit der der Wertpapiere gleichstellte.⁶⁾ Heute sind die Schuldbuchforderungen des Bundes gem. § 39 des Börsengesetzes⁷⁾ an jeder deutschen Börse zum Börsen-

2) W. Dieben, K. Ebert: Technik des öffentlichen Kredites, Handbuch der Finanzwissenschaft, Band III, Tübingen 1958, S. 38. Siehe auch G. Hedtkamp: Lehrbuch der Finanzwissenschaft, a.a.O., S. 222 f

3) H. Kolms: Finanzwissenschaft, Band IV, 1964, S. 11

4) G. Hedtkamp: Lehrbuch der Finanzwissenschaft, a.a.O., S. 222

5) Verordnung über die Behandlung von Anleihen des Deutschen Reiches im Banken- und Börsenverkehr vom 31. 12. 1940

6) Banklexikon, a.a.O., 1963, Sp. 1271 f
Ferner: L. Arps: Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., Band II, S. 1742
G. Obst und O. Hintner: a.a.O., S. 691

7) § 39, Satz 1 des Börsengesetzes lautet: "Deutsche Reichs- und Staatsanleihen sind an jeder Börse zum Börsenhandel zugelassen. Dies gilt für deutsche Reichsanleihen auch dann, wenn sie als Buchschulden des Reichs in das Reichsschuldbuch eingetragen sind." Abgedruckt in: Börsenrecht, Allgemeines Börsenrecht und Recht der Wertpapierbörsen, Textsammlung von H. Sieg, München, Berlin 1953, S. 13

handel zugelassen. Als nicht marktgängig kann die Schuldbuchforderung daher nicht mehr bezeichnet werden; sie wird aber im Vergleich zu den wertpapierrechtlich verbrieften Forderungen⁸⁾ nur als vermindert marktgängig, also als "verkehrsunbequem"⁹⁾ angesehen.

Seit dem 2. Januar 1969 werden von der Bundesregierung Schatzscheine¹⁰⁾ begeben, deren Laufzeit bis zu sechs Jahren beträgt, nicht übertragbar sind, aber vorzeitig an den Staat zurückgegeben werden können. Sie lauten auf 100,- oder ein Vielfaches dieses Betrages und werden mit 4 - 8 % p. a. je nach Laufzeit verzinst. Das Rückgaberecht beginnt schon nach einem Jahr.

Somit stehen in der Bundesrepublik für den langfristigen Bereich mindestens drei Varianten von Übertragungsgraden zur Verfügung, mit deren Hilfe es möglich wäre, Änderungen im Übertragbarkeitsgrad der Staatsschulden vorzunehmen:

- börsengehandelte Briefschulden¹¹⁾
- nicht übertragbare Bundesschatzscheine
- verkehrsunbequeme Schuldbuchforderungen

Den verschiedenen Anlagepräferenzen der konjunktur- und trendbestimmten Gruppe entsprechend halten in der Bundesrepublik die Geschäftsbanken und zum Teil auch die Sparkassen meist Schuldfornien mit hohem Übertragbarkeitsgrad, insbesondere Geldmarktpapiere, während sich schwerer veräußerbare Schuldtitel, wie z. B. Schuldbuchforderungen

8) Der sog. "Inskriptionsauszug" der Bundesschuldenverwaltung ist kein Wertpapier.

9) W. Dieben, K. Ebert: Handbuch der Finanzwissenschaft, Band III, a.a.O., S. 42 und H. Kolms: Band IV, a.a.O., S. 11

10) Vgl. Artikel "Zangengeburt eines Kreditpapiers", Zeitschrift für das Gesamte Kreditwesen, H. 22, 1968, S. 1055 und H. 24, 1968, S. 1142

11) Die Reichsschuldenverordnung vom 13. 2. 1924 führt als Briefschulden des Staates an: Schuldverschreibungen, Schatzanweisungen, Wechsel und Darlehensschuldsscheine.

eher im Portefeuille der trendbestimmten Gruppe, also z. B. der Lebensversicherungen befinden, deren Liquiditätsschwankungen im Vergleich zu anderen Sparten des Kreditgeschäftes gering sind. Nicht übertragbare Schatzscheine dürften fast nur von den privaten Haushalten gezeichnet werden und kommen für andere Investoren fast kaum in Betracht.

In den Vereinigten Staaten gehören zur marktgängigen öffentlichen Schuld die Treasury Bills im kurzfristigen Bereich, die Certificates of Indebtedness, Notes und Bonds im mittel- und langfristigen Bereich. Zur nicht marktgängigen Staatsschuld gehören Savings Bonds, Convertible Bonds, Special Issues und "other non marketable Bonds", von denen die wichtigsten die Investment Series sind.¹²⁾ Die Special Issues dienen nur der langfristigen Kapitalanlage von US-Government Agencies, Trust Funds und Federal Home Loan Banks, können aber jederzeit an das Schatzamt zurückgegeben werden. Die Investment Series sind eine besondere nicht handelbare Form von Treasury Bonds, die nach dem Treasury - Federal Reserve Accord (1951) begeben wurden, um die durchschnittliche Laufzeit der durch die Kriegsanleihen stark angewachsenen Staatsschuld zu verlängern.¹³⁾ Es ist anzunehmen, daß diese Titel bei ihrer Fälligkeit zwischen 1975 und 1980 nicht getilgt, sondern durch marktgängige Papiere ersetzt werden.¹⁴⁾

12) W. J. Frazer, W. P. Yohe, a.a.O., S. 269

H. A. Wolf, a.a.O., S. 356

H. J. Cooke: Cash Borrowing of the United States Treasury: non Marketable Issues, in: The Treasury and the Monetary Market, Federal Reserve Bank of New York, May 1954, S. 16 ff

13) Vgl. W. G. Woodworth, a.a.O., S. 73

14) T. C. Gaines, a.a.O., S. 262 f

Die aufgeführten nicht übertragbaren Schuldtitel eignen sich kaum für Kreditinstitute mit starken Liquiditätsschwankungen, wie z. B. die Commercial Banks. Dagegen können Savings Banks und Savings and Loan Associations solche Titel eher kaufen. Savings Bonds sind in den Vereinigten Staaten wie die Schatzscheine in der Bundesrepublik hauptsächlich eine Anlageform für private Haushalte.

Die Savings Bonds werden vom US-Schatzamt seit 1935 ausgegeben und machen, wie aus den beiden folgenden Tabellen hervorgeht, zusammen mit den Special Issues den größten Teil der nicht marktgängigen öffentlichen Schuld in den Vereinigten Staaten aus.¹⁵⁾

15) Von den ursprünglich zum laufenden Verkauf angebotenen zehn Serien (A - K) existieren heute nur noch die Serien E und H. Die Savings Bonds der Serie A werden auf Diskontbasis an kleinere Sparer abgegeben, die man vor Fluktuationen am Wertpapiermarkt schützen will. Da sie nicht übertragbar sind, können sie nicht unter den Investoren gehandelt werden. Wenn sie bis zum Fälligkeitstage gehalten werden, ist ihre Verzinsung am höchsten. Werden sie, was grundsätzlich möglich ist, vor Fälligkeit eingelöst, so vermindert sich ihre Effektivverzinsung. Die Savings Bonds der Serie E sind meist kleiner gestückelt als andere Staatspapiere, so daß sie mitunter als "Baby Bonds" bezeichnet werden.

Dagegen sind die Savings Bonds der Serie H festverzinsliche Papiere, die zu pari ausgegeben und halbjährlich verzinst werden. Sie sind für ein sparfähiges Publikum und größere Sparbeträge bestimmt, was auch in einer im Vergleich zu den Savings Bonds der Serie E größeren Stückelung zum Ausdruck kommt.

Vgl. hierzu im einzelnen:

"The Role of Savings Bonds in Government Finance", in: Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review, Vol. 43, No. 6 (Juni 1961), S. 109 ff

W. J. Frazer, W. P. Yohe, a.a.O., S. 269

E. R. Rolph, G. F. Break, a.a.O., S. 523: Das gilt für die Serien E und H

H. Wolf, a.a.O., S. 356

W. Dieben, K. Ebert, a.a.O., S. 40

öffentliche

Tabelle 6 : Marktgängige und nichtmarktgängige/Schuld-
Titel in den USA 1)

(In billions of dollars)

End of period	Total gross public debt ¹	Public issues									Special issues ⁴
		Total	Marketable					Con-vertible bonds	Nonmarketable		
			Total	Bills	Certifi-cates	Notes	Bonds ²		Total ³	Sav-ings bonds & notes	
1941—Dec.....	57.9	50.5	41.6	2.0	.....	6.0	33.6	.....	8.9	6.1	7.0
1946—Dec.....	259.1	233.1	176.6	17.0	30.0	10.1	119.5	.....	56.5	49.8	24.6
1962—Dec.....	303.5	255.8	203.0	48.3	22.7	53.7	78.4	4.0	48.8	47.5	43.4
1963—Dec.....	309.3	261.6	207.6	51.5	10.9	58.7	86.4	3.2	50.7	48.8	43.7
1964—Dec.....	317.9	267.5	212.5	56.5	.....	59.0	97.0	3.0	52.0	49.7	46.1
1965—Dec.....	320.9	270.3	214.6	60.2	.....	50.2	104.2	2.8	52.9	50.3	46.3
1966—Dec.....	329.3	273.0	218.0	64.7	5.9	48.3	99.2	2.7	52.3	50.8	52.0
1967—Dec.....	344.7	284.0	226.5	69.9	.....	61.4	95.2	2.6	54.9	51.7	57.2
1968—Dec.....	358.0	296.0	236.8	75.0	.....	76.5	85.3	2.5	56.7	52.3	59.1
1969—Dec.....	368.2	295.2	235.9	80.6	.....	85.4	69.9	2.4	56.9	52.2	71.0
1970—May.....	371.1	295.8	236.6	80.1	.....	93.5	63.0	2.4	56.9	52.0	73.3
June.....	370.9	292.7	232.6	76.2	.....	93.5	63.0	2.4	57.7	52.0	76.3
July.....	376.6	298.5	237.8	81.4	.....	93.5	62.9	2.4	58.3	52.0	76.1
Aug.....	380.9	301.4	240.5	81.9	.....	99.9	58.7	2.4	58.5	52.1	77.5
Sept.....	378.7	300.1	239.3	80.7	.....	99.9	58.7	2.4	58.4	52.1	76.7
Oct.....	380.2	302.9	242.2	83.7	.....	99.8	58.7	2.4	58.3	52.2	75.4
Nov.....	383.6	306.0	244.4	84.6	.....	101.2	58.6	2.4	59.2	52.4	75.6
Dec.....	389.2	309.1	247.7	87.9	.....	101.2	58.6	2.4	59.1	52.5	78.1
1971—Jan.....	388.3	308.8	247.7	87.9	.....	101.2	58.5	2.4	58.7	52.6	77.7
Feb.....	390.7	309.8	248.1	89.3	.....	104.3	54.5	2.4	59.3	52.8	78.9
Mar.....	391.7	309.7	247.5	89.0	.....	104.3	54.2	2.4	59.9	53.0	80.0
Apr.....	391.9	310.4	245.9	87.5	.....	104.3	54.1	2.4	62.1	53.2	79.7
May.....	396.8	313.2	245.6	89.1	.....	102.5	54.0	2.3	65.2	53.4	81.7

1 Includes non-interest-bearing debt (of which \$627 million on May 31, 1971, was not subject to statutory debt limitation).

2 Includes Treasury bonds and minor amounts of Panama Canal and postal saving bonds.

3 Includes (not shown separately): depositary bonds, retirement plan bonds, foreign currency series, foreign series, and Rural Electrification Administration bonds; before 1954, Armed Forces leave bonds; before

1956, tax and savings notes; and before Oct. 1965, Series A investment bonds.

4 Held only by U.S. Govt. agencies and trust funds and the Federal home loan banks.

NOTE.—Based on Daily Statement of U.S. Treasury. See also second paragraph in NOTE to table below.

Tabelle 7 : Anteil der nichtmarktgängigen öffentlichen Schuld an der gesamten öffentlichen Bruttoschuld in %

	1962	1966	1969	1971
Savings Bonds u. Savings Notes	15,7	15,4	14,2	13,5
Special Issues	14,3	15,8	19,3	20,4

1) Quelle: Fed. Res. Bull.

Die Statistik des Federal Reserve Bulletin führt die Special Issues weder unter "marketable" noch unter "nonmarketable" auf. Dennoch können, wie ausgeführt, Special Issues zur nicht marktgängigen öffentlichen Schuld gerechnet werden, da ein Handel mit diesen Titeln nicht üblich ist. Seit 1969 übersteigt der prozentuale Anteil der Special Issues an der Bruttoschulden der Savings Bonds und Savings Notes.

V. Die Kurspflege

Unter Kurspflege versteht man eine laufende Einflußnahme des Emittenten oder des Emissionshauses auf die Kursbildung eines Wertpapiers durch An- und Verkaufsaufträge für eigene Rechnung, meist mit dem Zweck, den Kredit des Emittenten zu schützen und für eventuelle zukünftige Verschuldensaktionen zu erhalten. Dagegen gehören zur Kurspflege normalerweise nicht "Manipulationen" oder "Interventionen" am Anleihemarkt, die weniger dem Zweck einer stetigen Kursentwicklung dienen, als dem Emittenten z. B. ermöglichen, nach kursdrückenden Maßnahmen seine eigene Anleihe zu niedrigen Kursen zwecks Tilgung zu kaufen.¹⁾

Die Kurspflege für staatliche Schuldtitel wird meistens nach fiskalischen Gesichtspunkten betrieben, d. h. sie soll die staatliche Kreditwürdigkeit erhalten²⁾ und damit die Stellung des Staates am Geld- und Kapitalmarkt stärken helfen.³⁾

I. d. R. übernimmt die Notenbank die Kurspflege, d. h. die Verpflichtung, im Falle größerer Abgaben mit Stützungskäufen einzuspringen, um den Kurs der Papiere nicht unter ein bestimmtes Minimum sinken zu lassen.⁴⁾ Kurspflege wird aber nicht nur vom Emittenten, also bei Staatsschuldtiteln vom Staat selbst⁵⁾ und der Notenbank als

-
- 1) "Kurspflege", "Kursregulierung", Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., S. 1093
H. J. Bösch: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Diss. Hamburg 1959, S. 34
 - 2) H. Haller: Finanzpolitik, Grundlagen und Hauptprobleme, 3. Auflage, Tübingen, Zürich 1965, S. 202
 - 3) G. Schmolders: Finanzpolitik, a.a.O., S. 301
 - 4) G. Schmolders: Finanzpolitik, a.a.O., S. 414
 - 5) Ausführendes Organ ist hierbei die Bundesschuldenverwaltung, der für die Kurspflege staatlicher Schuldtitel ein besonderes Kapitel im Bundeshaushalt zur Verfügung steht (vgl. H.-D. Hessler, a.a.O., S. 37)

dessen Hausbank betrieben, sondern auch private Kreditinstitute verpflichten sich zuweilen zu einer gewissen Kurspflege, wenn sie - meist als Konsortien⁶⁾ unter Führung der Notenbank - zuvor an der Emission der Anleihe beteiligt waren. Solche Verpflichtungen privater Kreditinstitute zur Kurspflege sind meist Bestandteil des Emissionsvertrages zwischen Emittent und Konsortium, wobei i. d. R. ein Höchstbetrag festgelegt wird, bis zu dem Stücke aus einer langfristigen Staatsanleihe vom Konsortium aufgenommen werden sollen.⁷⁾

Die Kurspflege erstreckt sich nur auf die Schuldformen, für die ein Markt vorhanden ist, auf dem sich ein Preis durch Angebot und Nachfrage in Form eines Kurses bildet. In der Bundesrepublik kommen für die Kurspflege nur börsengehandelte festverzinsliche Staatsschuldtitel in Betracht, da für Geldmarktpapiere, die nur zwischen den Banken und der Notenbank gehandelt werden und deren Abgabe- und Rücknahmesätze von der Notenbank autonom nach konjunkturpolitischen Gesichtspunkten festgesetzt werden, kein Markt unter den Wirtschaftssubjekten besteht.⁸⁾

In den Vereinigten Staaten können dagegen auch Geldmarktpapiere in die Kurspflege mit einbezogen werden, da es für diese Papiere einen regulären Markt unter den Banken gibt. Dort vollziehen sich allerdings die Kursschwankungen der Geldmarktpapiere in engen Grenzen,⁹⁾ so daß die Kurspflege den Liquiditätsgrad dieser Papiere nicht wesentlich beeinflußt.

6) Solche Emissionskonsortien übernehmen die Anleihe entweder fest oder kommissionsweise, wie dies in den angelsächsischen Ländern i. d. R. üblich ist (vgl. G. Schmöl-
ders: Finanzpolitik, a.a.O., S. 300 f)

7) G. Obst, O. Hintner: a.a.O., S. 497

8) Vgl. E. Schneider: Einführung in die Wirtschaftstheorie a.a.O., Band III, S. 75

9) E. Rolph: Debt Management: Some Theoretical Aspects, a.a.O., S. 113

B. Direkte Einwirkungen auf die Geldschöpfungsmöglichkeit des Bankensektors durch Interventionen am Markt

I. Das Zinsinstrument

Im folgenden soll untersucht werden, wie Veränderungen der Staatspapierverzinsung auf die Liquidität der Banken einwirken können. Um verständlich zu machen, wie die Notenbank über die Abgabe- und Rücknahmesätze für Geldmarktpapiere die Liquidität im Bankensektor verknappen bzw. vermehren kann, soll zunächst kurz auf den Preisbildungsprozeß an diesem Teil des Geldmarktes eingegangen werden.

1. Die Bedeutung des Agiozinses und des Diskontsatzes für die Zinsbildung am Geldmarkt der Banken untereinander

Die Zinssätze für Gelder aller Fristigkeiten, die unter den Kreditinstituten gehandelt werden, unterliegen den Gesetzen der Marktpreisbildung.¹⁾ Der institutionelle Rahmen des Geldmarktes läßt jedoch vermuten, daß die spezifischen Angebots- und Nachfragefunktionen der Banken allein den Preisbildungsprozeß nicht hinreichend erklären. Denn auch die Notenbank, die Geldmarktpapiere zu bestimmten Preisen ankauft oder anbietet und den Diskontsatz festsetzt, ist Marktteilnehmer, der kraft hoheitlichen Handelns eine Monopolstellung inne hat und an das Erwerbsprinzip nicht gebunden ist. Sie kann die Sätze für Geldmarktpapiere und den Zinssatz jedoch nicht völlig autonom, sondern nur insoweit fixieren, als die Banken zu diesen Preisen mit ihr oder untereinander in den gewünschten Mengen kontrahieren.

So vollzieht sich die Preisbildung am Geldmarkt normalerweise im Rahmen der von der Notenbank festgesetzten,

1) Vgl. C. Köhler: Der Geldkreislauf, Geldtheoretische Thesen im Spiegel der Empirie, Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 63, Hrg. J. Broermann, Berlin 1962, S. 118.

die Relation der übrigen Marktpartner dabei antizipierenden Grenzen: das gilt aber nur für die Abgabesätze der Geldmarktpapiere, während der Diskontsatz weniger aus geldmarktpolitischen Erwägungen verändert wird und außerdem nicht nur Liquiditätswirkungen im Bankensystem, sondern über eine Signalwirkung auch die allgemeine Entwicklung des Zinsniveaus und des Kreditvolumens beeinflussen soll. Der Diskontsatz als Preis, zu dem die Notenbank den Banken Geld zu leihen bereit ist, bildet die obere Grenze und die Abgabesätze für Geldmarktpapiere als Preis, zu dem die Notenbank Geldangebote der Banken bereit ist zu übernehmen, die untere Grenze des Geldmarktzinses.²⁾ Ausnahmsweise können sich die Geldmarktsätze auch jenseits dieser beiden Grenzen bewegen: sie überschreiten z. B. den Diskontsatz, wenn die Rediskontkontingente erschöpft sind und den betreffenden Banken keine andere Wahl bleibt, als ihre Liquiditätsdefizite durch Aufnahme von Tagesgeld bei anderen Banken auszugleichen und selbst für Tagesgeld einen über dem Diskontsatz liegenden Satz zu zahlen.³⁾ Dieser Fall kann auch dann eintreten, wenn es den Banken an rediskontfähigen Wechseln fehlt oder wenn sie, da sie mit einer Anspannung der Geldmarktsituation in naher Zukunft rechnen, bei der Weitergabe rediskontfähiger Wechsel an die Notenbank vorerst Zurückhaltung üben⁴⁾ und stattdessen die Liquidität des Geldmarktes noch nutzen. Entsprechend schließt Lipfert aus der Tatsache, daß in Deutschland Dreimonatsgeld meist über dem Diskontsatz gehandelt wird, "... daß es Kreditinstitute gibt, die bereit sind, über den Diskontsatz hinausgehende Zinssätze für Zentralbankgeld zu zahlen, weil sie nicht über rediskontfähiges Wechselmaterial in ausreichendem

2) Vgl. hierzu die Ausführungen von C. Köhler: Der Geldkreislauf a.a.O., SS. 118 f u. 120 ff, vgl. auch E. Brehmer, a.a.O., S. 45

3) F. Lutz, a.a.O., S. 288

4) E. Brehmer, a.a.O., S. 47

Umfang verfügen, weil sie vorhandenes Wechselmaterial als zusätzliche Liquiditätsreserve zurückhalten oder weil ihre Rediskontkontingente ausgenutzt sind."⁵⁾

Aber auch bei nur sehr kurzfristig währendem Finanzbedarf einer Bank kann es vorkommen, daß sie den Erwerb von Tagesgeld zu einem wesentlich höheren Satz als dem Diskontsatz vorzieht, um nicht Wechsel mit relativ langer Restlaufzeit für einen nur kurzfristigen Finanzbedarf aus der Hand geben zu müssen.⁶⁾ Das erklärt z. T. auch den im Vergleich zu den Sätzen für Termingeld hohen Variabilitätsgrad der Tagesgeldsätze: im Zuge der normalen Geldmarktentwicklung verändert sich z. B. der Satz für Dreimonatsgeld innerhalb eines Monats um nur 1/4 Punkte, während der Satz für Tagesgeld im gleichen Zeitraum um mehr als 2 Punkte variieren kann.⁷⁾

Je flüssiger der Geldmarkt ist, um so seltener werden die genannten Ausnahmesituationen eintreten und die Banken zu Ausweichhandlungen der beschriebenen Art veranlassen. Mit zunehmender Verflüssigung des Geldmarktes nähert sich der Geldmarktzins seiner unteren Grenze, den Abgabesätzen für Geldmarktpapiere. Ebenso wie die Geldmarktsätze den Diskontsatz als obere Grenze u. U. überschreiten, können sie in bestimmten Situationen auch die Abgabesätze für Geldmarktpapiere als Untergrenze unterschreiten. Dieser Fall wird dann eintreten, wenn die Banken nur kurzfristig auf einen gegebenen Liquiditätsüberschuß verzichten können und ihn anderen Banken in Form von Tagesgeld oder täglich fälligem Geld zu vergleichsweise niedrigen Zinssätzen überlassen, weil sie

5) H. Lipfert, a.a.O., S. 38

6) H. Lipfert, a.a.O., S. 39

Lutz bezeichnet den Lombardsatz als die absolut oberste Grenze der Sätze für Tagesgeld und täglich fälliges Geld, da die Lombardverschuldung nicht auf die Rediskontkontingente angerechnet wird und eine Verschuldung für nur einen Tag möglich ist (F. Lutz, a.a.O., S. 288)

7) H. Lipfert, a.a.O., S. 39

sich in ihren zeitlichen Dispositionen nicht in der Lage sehen, ein zinsmäßig günstigeres Angebot der Notenbank an Geldmarktpapieren wahrzunehmen.⁸⁾ Der Satz für diese sehr kurzfristigen Gelder sinkt dann unter den Satz für Geldmarktpapiere.

Auch für die Sätze von Dreimonatsgeld ist der Abgabesatz der Geldmarktpapiere die untere Grenze, wenn die Banken beim Erwerb dieser Papiere bereit sind, sie bis zur Fälligkeit in ihrem Bestand zu halten. Sehen sie aber aufgrund ihrer Liquiditätsdispositionen voraus, daß sie die Papiere vor Fälligkeit wieder an die Notenbank zurückgeben müssen, so entfällt der Abgabesatz als Orientierungshilfe, da die Verzinsung der Geldmarktpapiere infolge der Unsicherheit über zukünftige Rücknahmesätze der Notenbank mit dem Satz der unter den Banken gehandelten Gelder nicht mehr vergleichbar ist.

In den Vereinigten Staaten ergibt sich im Hinblick auf die Ober- und Untergrenze für Geldmarktsätze eine etwas andere Geldmarktsituation als in der Bundesrepublik Deutschland. "Zwar ist auch hier theoretisch der Diskontsatz die Obergrenze des Geldmarktes; tatsächlich ist aber eine solche Grenze nicht vorhanden, da von dem Geldangebot der Zentralbank in diesem Lande (die USA, der Verf.) nur geringer Gebrauch gemacht wird ... Die Geldmarktsätze werden daher bei einer Verknappung am Geldmarkt den Diskontsatz übersteigen."⁹⁾

8) F. Lutz, a.a.O., SS. 286

9) C. Köhler: Der Geldkreislauf, a.a.O., S. 127

2. Wirkungen der Agio- und der festen Verzinsung auf die Liquidität der Banken

Die Geldoperationen der Notenbank haben i. d. R. den Zweck, die Liquiditätsstruktur im Bankensektor nach wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten zu verändern. Dabei operiert die Notenbank auch an dem Teil des Geldmarktes, auf dem die Banken untereinander ihre Liquiditätsüberschüsse und-defizite ausgleichen, und nutzt die hier gegebene Angebots- und Nachfragekonstellation von Geldern bestimmter Fristigkeit für ihre liquiditätspolitischen Ziele aus.¹⁰⁾ Wenn es den Fristigkeiten der angebotenen und nachgefragten Gelder entsprechend innerhalb des Geldmarktes verschiedene Teilmärkte und an diesen verschiedene Zinssätze gibt, dann gilt analog für das Zinsinstrument des Debt Management keine "globale Liquiditätssteuerung", sondern nur eine "differenzierte Liquiditätssteuerung" auf den Elementarmärkten des Geldmarktes.

Bei der Steuerung der Bankenliquidität über die Abgabe- und Rücknahmesätze für kurzfristige öffentliche Schuldtitel, wie sie in der Bundesrepublik Deutschland gehandhabt wird, handelt es sich im Prinzip um Offenmarktpolitik,¹¹⁾ die weiter unten noch ausführlicher behandelt wird.¹²⁾

Ist im Bankensektor überschüssige dispositive Liquidität vorhanden, befindet sich also der Geldmarktzins in der Nähe des Abgabesatzes für Geldmarktpapiere (untere Grenze), und soll die Liquidität im Bankensektor verknappt werden, so muß die Notenbank durch eine Heraufsetzung der Abgabesätze für Geldmarktpapiere (also durch eine Verbesserung ihrer Verzinsung) versuchen, einen Teil der

10) Bei den folgenden Ausführungen werden die Verhältnisse in der Bundesrepublik Deutschland zugrunde gelegt.

11) Köhler sieht die Offenmarktpolitik als ein Instrument der Zinspolitik (C. Köhler: Probleme einer empirischen Geld- und Kreditstromanalyse, in: Konjunkturpolitik 3, Jahrgang 1957, S. 277)

12) Vgl. S. 148 ff.

von den Banken angebotenen Gelder aufzunehmen. Kaufen die Banken daraufhin Geldmarktpapiere und behalten sie sie bis zur Fälligkeit in ihrem Portefeuille, so wird ihre Liquidität für die Laufzeit dieser Papiere verkleinert. Dadurch wird verhindert, daß die Banken durch Kreditexpansion entstehende neue Liquiditätslücken über den Geldmarkt decken können; konkretisiert man nun die Forderung nach einer "differenzierten Liquiditätsbeeinflussung" des Debt Management für den Fall der Liquiditätsverknappung, dann muß das Zinsinstrument das Geldangebot der Banken nicht über den Geldmarkt als Ganzes, sondern nach Möglichkeit über die einzelnen Elementarmärkte aufzunehmen versuchen, es sollte den Elementarmarkt als Ansatzpunkt wählen, auf dem sich das Geldangebot der Banken konzentriert, wenn eine gleichgewichtige Entwicklung am Geldmarkt angestrebt wird. Entsprechen die Fristen an den Elementarmarkt mit dem größten Geldangebot der Laufzeit von Geldmarktpapieren, also z. B. von Schatzwechseln mit Laufzeiten von 30, 60 oder 90 Tagen, so werden die Banken bei entsprechend günstigen Abgabesätzen zum Ankauf veranlaßt werden können. Hier kann das Zinsinstrument den gewünschten liquiditätsverknappenden Effekt also ohne größere Schwierigkeiten herbeiführen. Auf den Elementarmärkten für Tagesgeld bzw. täglich fälliges Geld ist der Einsatz des Zinsinstrumentes jedoch mit Schwierigkeiten verbunden. Wenn sich die Masse des Geldangebots auf diese sehr kurzfristigen Märkte konzentriert, dann werden die Banken nur schwer zu bewegen sein, Geldmarktpapiere zu kaufen, da dies mit ihrer Liquiditätsplanung, die eine nur sehr kurzfristige Bindung am Geldmarkt vorsieht, kollidieren würde. Selbst dann, wenn der Geldmarkt sehr flüssig ist, das Geldange-

bot sich aber im wesentlichen auf Tagesgeld bzw. täglich fälliges Geld beschränkt, ist die Bereitschaft der Banken zum Erwerb von Geldmarktpapieren gering, wobei allerdings die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken zu berücksichtigen sind: sind die Rediskontkontingente noch nicht erschöpft bzw. rediskontfähige Wechsel noch in hinreichendem Maße vorhanden, so bleibt den Banken, selbst wenn sie die Angebote der Notenbank wahrnehmen, ein genügender Refinanzierungsspielraum. In diesem Falle würde jedoch die Anlage von Geldern, die ursprünglich kurzfristig ausgeliehen werden sollten, in Geldmarktpapieren die gewünschte Liquiditätsverknappung nicht oder nur teilweise herbeiführen, da die Banken äußerstenfalls aus den Rediskontkontingenten die entstandenen Lücken wieder schließen könnten.¹³⁾

Sind dagegen die Refinanzierungsmöglichkeiten der Banken erschöpft und konzentriert sich ihr Geldangebot weiterhin auf den sehr kurzfristigen Bereich, so ist ein Liquiditätsabzug mit Geldmarktpapieren von einem oder mehreren Monaten Laufzeit erst recht kaum möglich.

Die Frage, ob das Debt Management in einer solchen Situation überhaupt imstande ist, mit dem Zinsinstrument an den Elementarmärkten für Tages- bzw. täglich fälliges Geld anzusetzen, kann nur dann bejaht werden, wenn die Offenmarktpolitik in der Lage ist, mit sehr kurzen Anpassungsintervallen zu operieren, und die Notenbank darauf verzichtet, die Banken zum Halten der Papiere bis zur Fälligkeit zu bewegen, d. h. die Banken müssen die Möglichkeit haben, die Papiere schon nach wenigen Tagen oder sogar schon nach nur einem Tag zu einem Satz an die Notenbank zurückzugeben, der ihnen per Saldo eine

13) Das setzt voraus, daß die Marktlage für Tagesgeld bzw. täglich fälliges Geld durch sehr hohe Nachfrage angespannt ist und daher die Sätze für diese Gelder den Diskontsatz überschreiten.

bessere Verzinsung verspricht als der Satz für die unter den Banken gehandelten Tages- bzw. täglich fälligen Gelder.

Der Schluß, daß die liquiden Mittel dann immer wieder in den Bankensektor zurückfließen und derartige Operationen auf die Dauer sinnlos sind, ist wenig fundiert, da einmal kurzfristige Liquiditätseffekte nicht nutzlos sind und es der Notenbank andererseits gelingen kann, angebotenes Tagesgeld bzw. täglich fälliges Geld durch täglich neu festgesetzte Abgabesätze für Geldmarktpapiere auch längerfristig in den Zentralbanksektor zu leiten. Das setzt jedoch wie gesagt voraus, daß keine Möglichkeit zur Refinanzierung besteht.

Infolge der durch die Zinspolitik herbeigeführten Liquiditätsverknappung wird sich der Zinssatz am Geldmarkt seiner oberen Grenze, dem Diskontsatz, annähern und ihn eventuell überschreiten. Ist der Geldzinssatz höher als der Diskontsatz, so können die Banken, sofern ihre Rediskontkontingente noch nicht erschöpft sind, die Zinsarbitrage spekulativ ausnutzen, indem sie sich zu einem im Vergleich zum Geldmarkt niedrigen Diskontsatz bei der Notenbank auf Wechselbasis Geld beschaffen, um es dann zu höherem Zinssatz vom Geldmarkt vorzugsweise an andere Banken auszuleihen, die über kein rediskontfähiges Material verfügen. Der so verflüssigte Geldmarkt wird die Notenbank dann veranlassen, den Abgabesatz für Geldmarktpapiere noch weiter zu erhöhen, der dann seinerseits den Diskontsatz überschreitet und die Zinsarbitrage noch lohnender macht, so daß die Zentralbank den Diskontsatz nunmehr erhöhen muß. Dieser Spekulation kann mit einer Herabsetzung der Rediskontkontingente entgegengewirkt werden.

Die Banken können sich nicht nur eine eventuelle Differenz zwischen bestimmten Geldmarktsätzen und dem Diskont-

satz einerseits oder zwischen diesem und den Abgabesätzen für Geldmarktpapiere andererseits zunutze machen. Es steht ihnen u. U. auch die Möglichkeit offen, ein zwischen den einzelnen Elementarmärkten bestehendes Zinsgefälle zu ihrem Vorteil auszunutzen. Sie nehmen dann an einem der Märkte zu einem vergleichsweise niedrigen Zinssatz Gelder auf, um sie an einem anderen Markt zu einem höheren Zinssatz wieder auszuleihen. So kann z. B. durch eine fortlaufende Neuverschuldung mit ("billigem") Tagesgeld dieses in Dreimonatsgeld transformiert und mit Gewinn weitergegeben werden. Ein Zinsvorteil ist dadurch freilich nur solange zu erzielen, wie das Zinsgefälle bestehen bleibt und nicht durch die Arbitrage eingeegnet wird.

Soll die Liquidität im Bankensektor verknappt werden, so muß die Notenbank versuchen, die Geldmarktspekulation der Banken in den Dienst ihrer Politik zu stellen, indem sie ihnen Geldmarktpapiere zu so günstigen Abgabesätzen anbietet, daß der aus ihnen erzielbare Ertrag die durch Spekulation erreichbaren Zinsdifferenzgewinne überschreitet. Dabei kann im Prinzip die Liquiditätsverknappung über den Elementarmarkt erfolgen, an dem die Mittel zur Transformierung aufgenommen werden, oder über den Elementarmarkt, an dem die Banken diese Mittel weiterzugeben beabsichtigen. Die Wahl wird aber durch institutionelle Gegebenheiten determiniert.¹⁴⁾

Abschließend sei noch darauf hingewiesen, daß nicht nur zwischen den Teilmärkten des Geldmarktes, sondern auch zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt Interdependenzen bestehen. So können z. B. die liquiditätsverknappenden Operationen der Notenbank am Geldmarkt Wirkungen auch

14) So wäre es im Fall des oben angeführten Beispiels (Transformierung von Tages- und Dreimonatsgeld) vorteilhafter, als Ansatzpunkt den Markt für Dreimonatsgeld zu wählen, da die Fristigkeit dieses Geldes der Laufzeit bestimmter Geldmarktpapiere entspricht.

auf den Kapitalmarktzins haben.¹⁵⁾ Das wird besonders dann der Fall sein, wenn den Banken über die Geldmarktpapiere betriebsnotwendige Liquidität entzogen worden ist und sie daher gezwungen sind, Kapitalmarktpapiere zu veräußern, was den langfristigen Zins steigen läßt. Generell kann man sagen, daß die primär auf den Geldmarktzins zielenden geldpolitischen Maßnahmen der Notenbank um so schneller und effektiver auf den Kapitalmarkt durchschlagen werden, je stärker die Banken im Wertpapiergeschäft engagiert sind.¹⁶⁾

Eine Verbesserung der Liquidität im Bankensektor kann die Notenbank über günstige Rücknahmesätze für Geldmarktpapiere erreichen, die im allgemeinen über den Abgabesätzen liegen, um die Banken zu veranlassen, die Papiere bis zu ihrer Fälligkeit zu halten. Doch steht es der Notenbank grundsätzlich frei, von dieser Regel abzuweichen, wenn sie einen gewünschten Verflüssigungseffekt möglichst schnell herbeiführen will.

Besonders günstige Rücknahmesätze braucht die Notenbank nicht anzubieten, wenn die Summe der Liquiditätsdefizite im Bankensektor größer ist als die Liquiditätsüberschüsse, da in diesem Fall die Banken gezwungen sind, Geldmarktpapiere an die Notenbank zu verkaufen, um ihre Liquiditätslücken auszugleichen.

Gleichen sich die Liquiditätsdefizite und -überschüsse dagegen aus, so muß die Notenbank günstigere Rücknahme-

15) "There is currently less doubt concerning the System's ability to exert an influence on long-term interest rates without direct intervention in the long-term market." (W. Riefler: Open Market Operations in Long-Term Securities, in: Federal Reserve Bulletin, November 1958, S. 1260), wieder abgedruckt in: Money and Finance, Readings in Policy, Theory and Institutions, Ed. D. Carson, New York, London, Sidney, 1966)

16) K. Richebächer: Börse und Kapitalmarkt, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 8, Hrg. Ph. Möhring und H. Rittershausen, Frankfurt/M., 1965, S.78)

sätze anbieten, wenn sie die Liquidität des Bankensektors verbessern will. Die Banken werden nur dann Geldmarktpapiere an die Notenbank abgeben, wenn der Zinsverlust,¹⁷⁾ den sie für die vorzeitige Rückgabe der Geldmarktpapiere an die Notenbank hinnehmen müssen, kleiner ist als der Zinsaufwand, den sie für bei anderen Banken aufzunehmende Gelder zahlen müßten, falls diese in dem hier beschriebenen Fall überhaupt zu bekommen sind.

In Analogie zur Abgabepolitik wird die Zentralbank zweckmäßigerweise bei den Rücknahmesätzen an dem Elementarmarkt ansetzen, an dem die größte Geldnachfrage herrscht.

Entspricht die Restlaufzeit der für die Rückgabe in Betracht kommenden Geldmarktpapiere der Fristigkeit oder ist sie kleiner als diejenige des Elementarmarktes, so wird sich der gewünschte liquiditätsverbessernde Effekt reibungslos herbeiführen lassen.

Werden dagegen Gelder nachgefragt, deren Laufzeit geringer ist als die Restlaufzeit der in Bankbeständen befindlichen zentralbankfähigen Papiere, dann werden die Banken diese Papiere nicht an die Notenbank verkaufen wollen, um deren Rendite nicht über den Zeitraum ihres Liquiditätsbedarfs hinaus zu verlieren. Die Notenbank kann dies im Rücknahmesatz berücksichtigen oder den Banken dann die Zusage machen, ihnen nach Ablauf ihres Liquiditätsbedarfs die Geldmarktpapiere zu günstigen Abgabesätzen zurückzugeben.

Während über den Agiozins die Liquidität im Bankensektor verknappt (höhere Abgabesätze) und vermehrt (höhere Rück-

17) Dieser Zinsverlust setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: er entsteht nicht nur für die Restlaufzeit der vorzeitig zurückgegebenen Papiere, sondern auch für die bereits abgelaufene Zeit, in der die Banken sie in ihrem Portefeuille gehalten haben, so daß sich p. a. eine schlechtere effektivverzinsung ergibt.

nahmesätze) werden kann, läßt sich die feste Verzinsung nicht in gleicher Weise als wirtschaftspolitisches Mittel einsetzen. Zwar ist es möglich, durch eine Herabsetzung des festen Zinses (Konversion) die Banken zum Verkauf der festverzinslichen Papiere zu bewegen, doch ist es nicht möglich, die Banken zum Verkauf an die Notenbank zu bestimmen.¹⁸⁾ Werden den Banken zur Liquiditätsverknappung Papiere mit besonders hoher fester Verzinsung angeboten, dann ist auch hier der Erfolg aufgrund der in Teil II.A beschriebenen Anlagegewohnheiten der Banken keineswegs sicher. Schließlich ist eine Kombination der beiden Zinsformen denkbar: bei liquiditätsverknappenden Maßnahmen hohe feste Verzinsung mit hohem Agio, bei liquiditätserweiternden Maßnahmen Senkung der festen Verzinsung, Einlösung über pari.

Die Manipulation der festen Verzinsung eignet sich aber eher für eine auf längere Zeit angelegte Liquiditätspolitik, die außerdem weniger die Banken als vielmehr die Nichtbanken im Auge hat, was auch dem Anlagecharakter der mit dieser Zinsform de facto ausgestatteten Papiere eher entspricht.

18) Dies wäre eventuell über einen sehr günstigen Ankaufskurs zu erreichen, was der Handhabung des Agiozinses zwar ähneln würde, aber nicht als eine besondere Zinsform im Sinne des Zinsinstruments angesehen werden kann.

II. Die Veränderung der Gläubigerstruktur

Durch das Debt Management wird eine antizyklische Liquiditätssteuerung in der Weise versucht, daß die Wirtschaftssubjekte aufgrund von Änderungen bestimmter Daten der öffentlichen Schuld zu bestimmten Entscheidungen kommen, die den wirtschaftspolitischen Zielvorstellungen des Staates und der Notenbank entsprechen: die konjunkturbestimmte Gruppe (ausgenommen die Notenbank) soll z. B. in der Prosperität auch dann kurz- oder langfristige Staatspapiere von der Notenbank kaufen, wenn sie ohne die Maßnahmen des Debt Management danach strebt, ihre Liquidität auszudehnen; die trendbestimmte Gruppe müßte dazu bewogen werden, in der Prosperität Papiere zu erwerben und in der Depression Papiere zu verkaufen, um ihre Liquiditätspositionen der konjunkturellen Lage anzupassen. Um das erreichen zu können, wird die Notenbank als Marktkontrahent auftreten.¹⁾

Levy stellt für die trendbestimmte Gruppe die Mutual Savings Banks und für die konjunkturbestimmte Gruppe die Commercial Banks als die jeweils repräsentativsten Vertreter heraus. Wenn der Liquiditätsbedarf der Geschäftsbanken (in der Bundesrepublik auch der Sparkassen und Girozentralen) nicht nur recht hoch, sondern auch größeren Schwankungen unterworfen ist und im Vergleich dazu die privaten Haushalte, Lebensversicherungen, Mutual Savings Banks und Savings and Loan Associations mit wenig Liquidität auskommen und die Schwankungen des Liquiditätsbedarfs bei diesen Institutionen gering sind, dann weisen die beiden von Levy gebildeten Gruppen nicht nur verschiedene Anlagemotive, sondern auch ein gegensätzliches Liquiditätsverhalten auf, dem von seiten des Debt Management nach konjunkturpolitischen

1) Zur Begründung s. Punkt A II in Teil II

Gesichtspunkten durch entsprechende Datenveränderungen der öffentlichen Schuld Rechnung zu tragen ist.

Um die Liquiditätswirkungen gläubigerstrukturverändernder Maßnahmen besser darstellen zu können, soll in den folgenden Ausführungen zwischen dem "Bankensystem" und den "Nichtbanken" unterschieden werden. Zum Bankensystem werden alle Institutionen zur gewerbsmäßigen Kreditaufnahme und Kreditgewährung gezählt, d. h. es wird nach Typen von Kreditinstituten vorgegangen; unter "Nichtbanken" sollen Haushalte, Unternehmungen und Versicherungen verstanden werden.

Der in dieser Arbeit verwendeten Definition des Debt Management entsprechend, werden die durch eine Vergrößerung bzw. Verkleinerung der öffentlichen Schuld verursachten Veränderungen der Gläubigerstruktur nicht behandelt. Vielmehr soll die Verteilung der Staatsschuld bei unverändertem Volumen liquiditätspolitisch variiert werden.

1. Transaktionen zwischen der Notenbank und dem Bankensystem

Beim Debt Management-Instrument "Veränderung der Gläubigerstruktur" kommt den Transaktionen zwischen der Notenbank und dem Bankensystem die liquiditätspolitisch größte Bedeutung zu. Die Gründe hierfür sind einmal darin zu suchen, daß bei den Banken im Gegensatz zu anderen Wirtschaftssubjekten Forderungen aller Art - so auch solche gegen den Staat - zu dem ihrem Unternehmenszweck entsprechenden Handelsobjekten gehören²⁾ und daß zum anderen gerade die Steuerung der Bankenliquidität entschei-

2) So knüpft z. B. die Offenmarktpolitik an den Grundtatbestand bankgeschäftlicher Tätigkeit an (vgl. B. Stadermann, a.a.O., S. 11)

dende Wirkungen auf die Liquidität der übrigen Sektoren hat:

"... als Bank der Banken, als Reserve- und Finanzierungsinstitut der Kreditinstitute einer Volkswirtschaft beeinflusst sie (die Notenbank, der Verf.) permanent ... die Liquidität des Bankensystems, die Verfügbarkeiten an Zentralbankgeld, die ihrerseits wieder Grundlage des Kreditschöpfungsspielraums des privaten Bankensystems und damit der Liquidität im Nichtbankenraum sind."³⁾

Für die differenzierte Untersuchung der Liquiditätswirkungen reicht es nicht aus, den Bankensektor global als Objekt liquiditätsbeeinflussender Maßnahmen des Debt Management-Instrumentes "Veränderung der Gläubigerstruktur" zu betrachten; entscheidend ist vielmehr, welche Typen von Kreditinstituten von Liquiditätsveränderungen betroffen sind und welche Konsequenzen dies für bestimmte Kreditarten hat. Solche Kreditarten können wie folgt unterschieden werden:

- langfristige Investitionskredite an den Handel und die Industrie
- kurz- und mittelfristige Betriebsmittelkredite
- Hypothekarkredite
- Kommunalkredite
- Konsumkredite

In den folgenden Ausführungen sollen die Verhältnisse in der Bundesrepublik und in den Vereinigten Staaten berücksichtigt werden.

Verkauft die Notenbank Staatspapiere an die Banken, dann wird es durch den Entzug von Zentralbankgeld⁴⁾ i. d. R.

3) G. Hedtkamp: Geldverfassung und Wirtschaftssysteme, in: Geldtheorie und Geldpolitik, G. Schmolders zum 65. Geburtstag, Hrg. C. A. Andreae, K. H. Hansmeyer, G. Scherhorn, Berlin 1968, S. 345

4) G. Hedtkamp : Lehrbuch der Finanzwissenschaft, a.a.O., S. 225

zu einer Kontraktion des Kreditvolumens kommen, falls die Banken die entstandene Liquiditätslücke nicht durch Verschuldung bei der Notenbank (z. B. durch Handelswechsel) kompensieren.

Kauft dagegen die Notenbank Staatspapiere an, dann vergrößert sich der Zentralbankgeldbestand der Banken; es bleibt aber ungewiß, ob damit eine vermehrte Kreditnachfrage einhergeht oder ob die Banken aus Rentabilitätsgründen zuerst ihre bei der Notenbank aufgenommenen Schulden zurückzahlen,⁵⁾ ein Umstand, der bekanntlich bei den deutschen Banken rein quantitativ stärker ins Gewicht fallen dürfte als bei den amerikanischen Banken.

Die der Notenbank offenstehenden Möglichkeiten, die Liquidität der Banken über Angebots- bzw. Rücknahmesätze zu verändern, wurden schon im Kapitel über das Zinsinstrument beschrieben. In diesem Zusammenhang sei noch einmal auf die im Bankensektor ausschlaggebenden kalkulatorischen Kriterien für die Betätigung am Geldmarkt hingewiesen.⁶⁾

Durch Debt Management-Maßnahmen wird nicht nur der kurzfristige Betriebsmittelkredit der Geschäftsbanken, sondern auch deren langfristiger Kredit beeinflußt, wobei es sich hauptsächlich um Investitionskredite an den Handel und die Industrie handeln dürfte.

5) Board of Governors, The Federal Reserve System, a.a.O., S. 163

6) Köhler weist mit Recht darauf hin, daß die Offenmarktpolitik "... ihrer Handhabung nach eine Form der Zinspolitik (ist)". "Denn die Zentralbank steuert durch Festsetzung von Abgabesätzen und Rücknahmesätzen für Geldmarktpapiere den Absatz und den Ankauf solcher Titel. Sie hat es somit in der Hand, durch Veränderung der Zinsausstattung dieser Papiere flüssige Mittel von den Banken abzuziehen bzw. ihnen neue Mittel zuzuführen: (Vgl. C. Köhler: Probleme einer empirischen Geld- und Kreditstromanalyse, a.a.O., S. 277)

Tabelle 8 : Kredite der Kreditbanken¹⁾ an Nichtbanken und Einlagen der Kreditbanken von Nichtbanken (in Millionen DM)
Quelle: Monatsberichte der Deutschen Bundesbank

Barre- serve ²⁾	Schatz- wechsel + U.- Sätze ³⁾	Kurzfri- stige Kredite ⁴⁾	Langfri- stige Kredite ⁵⁾	Sicht- einlagen	Termin- einlagen ⁶⁾	Spar- einlagen
1965	7.815	624	38.503	14.909	21.833	16.786
1966	8.349	908	39.868	15.897	21.158	19.692
1967	8.376	3.037	42.222	18.672	25.116	24.237
1968	9.746	3.599	46.254	21.308	26.510	35.107
1969	10.226	136	58.436	29.774	27.121	40.239
1970	13.643	97	62.185	34.887	30.523	46.374
						20.205

1) In den Monatsstatistiken der Bundesbank werden zu den Kreditbanken die folgenden Untergruppen gerechnet:

- Großbanken (Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG, Commerzbank AG)
- Staats-, Regional- und Lokalbanken
- Privatbankiers

Die in den Zahlen der Tabelle enthaltenen Regional-, Lokal- und Privatbanken ergänzen in gewissem Sinne die Tätigkeit der Großbanken. Sie gewähren fast nur kurzfristige Personalkredite an die mittelständische Industrie, den Handel und freie Berufe, wobei insbesondere den Regionalbanken ein umfangreiches Filialnetz an Plätzen, an denen die Großbanken weniger vertreten sind, zugute kommt (vgl. dazu G. Obst, O. Hintner, a.a.O., S. 279 ff)

2) Einschließlich Guthaben bei der Deutschen Bundesbank

3) Ohne Mobilisierungstitel

4) Ohne Mobilisierungstitel

5) Ab 1968 ohne Wertpapierbestände, sowie Ausgleichs- und Deckungsforderungen

6) Ab 1968 bis einschließlich über 4 Jahre

Das Debt Management zielt nicht darauf ab, den Banken zu jedem Zeitpunkt zu einem ausgewogenen Verhältnis zwischen primärer Liquidität einerseits und dem Besitz von Staatspapieren (als Faktor des Ertrages und/oder Liquiditätsquelle) andererseits zu verhelfen. Stattdessen soll dieses Verhältnis nach antizyklischen Gesichtspunkten verändert werden. Es wird versucht, den Banken ihren eigentlichen Anlagegewohnheiten und den unter den bisherigen Marktdaten optimal erscheinenden Geschäftsgebaren entgegen Staatspapiere als alternative Ertragsquelle zum Kreditgeschäft anzubieten,⁷⁾ um ihre Liquidität zu mindern bzw. diese durch günstige Rücknahmesätze (so beim Agiozins) zu vermehren. Für den Zweck der Liquiditätssteuerung scheinen den schon weiter oben dargelegten Anlagegewohnheiten der Geschäftsbanken entsprechend kurzfristige Papiere, z. B. Schatzwechsel, am ehesten zu entsprechen. Das gilt insbesondere für die Universalbanken des deutschen Typs,⁸⁾ deren wichtigstes Aktivgeschäft der kurzfristige Kredit ist.

Bekanntlich können die Sparkassen der Bundesrepublik wie die Geschäftsbanken zur konjunkturbestimmten Gruppe gerechnet werden. Werden die Sparkassen in die Liquiditätssteuerung des Debt Management-Instrumentes "Veränderung der Gläubigerstruktur" einbezogen, dann wird dies, den Anlagevorschriften der Sparkassensatzungen entsprechend, hauptsächlich auf der Grundlage langfristiger mündelsicherer Staatsschuldtitel geschehen, während kurzfristige Geldmarktpapiere den Monatsberichten der Deutschen Bundesbank zufolge für die Sparkassen von nur geringer

-
- 7) Das würde bedeuten, daß Staatspapiere von den Banken auch um der Geldanlage willen gehalten werden. Der Auffassung von Muthesius, daß dieser Fall nur theoretische Bedeutung hätte, kann aus den im Zinsinstrument dargelegten Gründen nicht zugestimmt werden. (Vgl. P. Muthesius: Die Bankbilanz, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 28, Hrg. P. Möhring, Hch. Rittershausen, Frankfurt am Main 1964, S. 17)
- 8) G. Obst/O. Hintner, a.a.O., S. 269

Bedeutung sind. Stattdessen besteht das kurzfristige Engagement der Sparkassen mehr im Geldmarktkredit an andere Banken, so daß die Liquiditätsbeeinflussung der Sparkassen zugleich auch Konsequenzen für die Liquiditätsversorgung der gesamten Kreditwirtschaft hat. Bei den Sparkassen selbst werden durch Debt Management-Maßnahmen unmittelbar der kurzfristige Kredit an Private und Kommunen und der langfristige Hypothekarkredit betroffen.⁹⁾

An dieser Stelle sei schon vorweggenommen, daß nur der von den Sparkassen gegebene Hypothekarkredit vom Debt Management unmittelbar beeinflußt werden kann, dagegen nicht der der Hypothekenbanken, der Pfandbriefanstalten, der Girozentralen und der Bausparkassen.

Von großer Bedeutung für die Liquidität der Sparkassen sind die Dispositionen der Girozentralen, bei denen sie sich - meist auf der Grundlage von Handelswechseln - refinanzieren können.¹⁰⁾ Auch die Girozentralen können in das Debt Management mit einbezogen werden, da sie festverzinsliche Wertpapiere, darunter auch Staatspapiere, besitzen.¹¹⁾ Außerdem werden Schatzwechsel, unverzinsliche Schatzanweisungen und Kassenobligationen gehalten,¹²⁾ was dem Debt Management auch im kurzfristigen Bereich einen erheblichen Einfluß sichert. Die Girozentralen sind aber nicht nur für die Liquidität und das Kreditgeschäft der ihnen angeschlossenen Sparkassen von Bedeutung, sondern auch für die Liquidität des übrigen Banken-

9) Vgl. G. Obst/O. Hintner, a.a.O., S. 288

10) Vgl. Tabellen in Teil II, Punkt 1.2

11) Vgl. z. B. § 6, Abs. 1, II, Nr. 6 der Satzung der Girozentrale Düsseldorf: diese Vorschrift ist in ähnlicher Fassung auch in den Satzungen anderer Girozentralen enthalten.

12) H. Bartschat: Geschäftspolitik der Girozentralen, Diss. Hamburg 1968, insbes. SS. 230 ff.

sektors: die hohen Guthaben der Girozentralen bei anderen Kreditinstituten sind nicht nur eine Folge ihrer zentralen Stellung im bargeldlosen Zahlungsverkehr (Spargiroverkehr), sondern deuten auch auf eine rege Anlagentätigkeit am Geldmarkt hin.¹³⁾

Außer Geldmarktkrediten an die Geschäftsbanken und der Refinanzierung von Handelswechseln spielt der Kommunkredit bei den Girozentralen eine bedeutende Rolle. Aber nur der kurzfristige Kommunkredit, der aus Einlagen und aufgenommenen Geldern finanziert wird, wird von den liquiditätsverändernden Maßnahmen des Debt Management bei den Girozentralen betroffen; dagegen ist der von den Girozentralen betriebene langfristige Kommunkredit, der bei weitem überwiegt,¹⁴⁾ durch das Debt Management nicht auf unmittelbarem Wege zu erfassen, da sich die Girozentralen die hierfür erforderlichen Mittel weniger aus ihren Spareinlagen, als vielmehr aus Kommunkuldverschreibungen, die nur für diesen Zweck begeben werden, beschaffen.

Auch die Mittel der Girozentralen für Wohnungsbauhypotheken, den grundpfandrechlich gesicherten Kredit an die Landwirtschaft und gewerbliche Betriebe stammen aus Pfandbriefemissionen, deren zweckgebundenes Aufkommen Debt Management-Operationen nicht zugänglich ist.

Selbst wenn Pfandbriefe und Kommunkuldverschreibungen in das Debt Management einbezogen, d. h. die Notenbank sie an- und verkaufen würde,¹⁵⁾ könnten die aus diesen Papieren speziell finanzierten Kredite nicht direkt gesteuert werden.

13) G. Obst/ O. Hintner, a.a.O., S. 296

14) derselbe, S. 149

15) Was nach § 21 BBG grundsätzlich möglich wäre.

Ein indirekter Einfluß auf diese langfristigen Kredite besteht für das Debt Management aber insoweit, als die langfristigen Emissionen der Girozentralen bei anderen Kreditinstituten, Kapitalsammelstellen und den privaten Haushalten abgesetzt werden, deren Liquidität wiederum mit Staatspapieren beeinflusbar ist.

Banken und Sparkassen betreiben neben den beschriebenen Kreditgeschäften das Teilzahlungsgeschäft als eine besondere Form des Konsumkredites. Insoweit ist auch diese Kreditart durch das Debt Management indirekt beeinflusbar. Das gilt aber nicht für den von den Teilzahlungsbanken gegebenen Konsumkredit.¹⁶⁾

Da das Spareinlagengeschäft dieser Spezialkreditinstitute kaum von praktischer Bedeutung ist, bleiben ihnen an langfristigen Finanzierungsgrundlagen das Stamm- oder Grundkapital einschließlich der gebildeten Rücklagen und Einlagen von Privaten und Wirtschaftsunternehmen (z. B. Sperrkonten der Händlerkundschaft). Im Vergleich zu dem erheblichen Kapital, das für diese Sparte des Kreditgeschäftes benötigt wird, sind die aufgezählten Mittel der Teilzahlungsbanken gering. Hauptfinanzierungsquelle sind bei anderen Kreditinstituten, insbesondere den Sparkassen aufgenommene Gelder. Aus diesen Nostroverpflichtungen sind im Durchschnitt die Hälfte des Wechselbestandes und der sonstigen Debitoren finanziert.¹⁷⁾ Die Fremdfinanzierungsmöglichkeiten der Teilzahlungsbanken sind aber dadurch begrenzt, daß Teilzahlungswechsel von der Notenbank seit 1956 nicht mehr rediskontiert werden; von dieser Regelung sind nur solche Teil-

-
- 16) Zu den Kreditnehmern der Teilzahlungsbanken zählen vorwiegend Arbeiter, Angestellte, Beamte und Rentner, also Bezieher fester Einkommen, aber auch mittelständische Gewerbetreibende und freiberuflich Tätige, denen in Zusammenarbeit mit Einzelhandelsfirmen zur Finanzierung langlebiger Konsumgüter Kredit gewährt wird. (Vgl. W. Kaminsky: Die Teilzahlungsbanken, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrg. Ph. Möhring, Hch. Rittershausen, Frankfurt/Main 1964, S. 35)
- 17) W. Kaminsky: "Teilzahlungsbanken" Enzyklopädisches Lexikon, S. 1596

zahlungswechsel ausgenommen, mit denen Käufe produktionsfördernder langlebiger landwirtschaftlicher Maschinen finanziert werden. Die untergeordnete Bedeutung des Einlagengeschäftes und die Möglichkeit, fast alle Kredite bei anderen Banken zu refinanzieren, macht größere Barreserven für die Teilzahlungsbanken entbehrlich, so daß das eigene Wertpapiergeschäft so gut wie keine Bedeutung hat.¹⁸⁾

Einen direkten Ansatzpunkt für das Debt Management gibt es also bei den Teilzahlungsbanken praktisch nicht. Wichtig ist aber festzuhalten, daß eine liquiditätsverändernde Maßnahme bei den Geschäftsbanken und Sparkassen auch die Teilzahlungsbanken treffen muß, und damit den für die Konjunkturbewegungen sehr wichtigen Konsumkredit.

Eine ähnliche Situation wie bei den Teilzahlungsbanken ergibt sich für das Debt Management auch bei anderen Spezialkreditinstituten in der Bundesrepublik, wie der Industriekreditbank, die hauptsächlich mittel- und langfristige Investitionskredite an gewerbliche Betriebe gewährt. Die Industriekreditbank, die kein Einlagengeschäft betreibt, finanziert sich ihrerseits durch regelmäßig begebene längerfristige Schuldverschreibungen und Kassenobligationen, sowie durch von öffentlichen Haushalten und der Kreditanstalt für Wiederaufbau im Rahmen des ERP-Wirtschaftsplanes gewährte Darlehen. Außerdem werden Kredite bei allen Arten von Kreditinstituten und Kapitalsammelstellen aufgenommen.

Also ergibt sich auch hier kein direkter Ansatzpunkt für das Debt Management.

18) Vgl. W. Kaminsky: Die Teilzahlungsbanken, a.a.O., S. 65 ff. (Zur Bilanzstruktur der Teilzahlungsbanken.)

kaum eine Möglichkeit besteht, die sog. Realkreditinstitute, also z. B. die (reinen) Hypothekenbanken und öffentlich-rechtlichen Grundkreditanstalten in das Debt Management einzubeziehen. Diese Kreditinstitute geben langfristige grund- und schiffspfandrechtlich gesicherte Kredite an Private und langfristige Darlehen an Kommunen, die von Gesetzes wegen zur Deckung der ausgegebenen Pfandbriefe und Kommunalobligationen bestimmt sind, d. h. Schuldverschreibungen sollen nur aufgrund erworbener Hypotheken begeben werden (ordentliche Deckung).¹⁹⁾ Der Emissionserlös aus diesen Papieren ist also zweckgebunden und schließt daher jede andere langfristige Anlage der aufgenommenen Gelder - so auch Staatspapiere - aus. Die Hypothekenbanken dürfen nur ersatzweise Schuldverschreibungen, Schuldbuchforderungen, Schatzwechsel, Schatzanweisungen des Bundes, der Sondervermögen und der Länder sowie Ausgleichsforderungen unter der Voraussetzung erwerben, daß deckungsfähige Hypotheken als endgültige Anlagen an die Stelle dieser Staatsschuldtitel treten.²⁰⁾ Damit ist also auch das langfristige Kreditgeschäft der Hypothekenbanken durch Staatsschuldtitel direkt nicht beeinflusbar.

-
- 19) Für die ordentliche Deckung gilt das Kongruenzprinzip nach § 6 des Hypothekenbankgesetzes: danach muß der Gesamtbetrag der im Umlauf befindlichen Pfandbriefe in der Höhe des Nennwertes jederzeit durch Hypotheken gleicher Höhe und gleicher Verzinsung gedeckt sein.
- 20) Die Möglichkeiten zur vorübergehenden Ersatzdeckung von Pfandbriefen (vgl. § 6, Abs. IV Hypothekenbankgesetz) durch andere Aktivpositionen als Hypotheken, mußte den Hypothekenbanken zur reibungslosen Finanzierung des sozialen Wohnungsbaus gestattet werden. Die Abhängigkeit der Gewährung öff. Baudarlehen von der vorherigen Zusage erststelliger Hypotheken führte dazu, daß die im Zeitpunkt der Hypothekenzusage verkauften Pfandbriefe vielfach erst nach über einem Jahr durch Hypotheken gedeckt werden konnten. Um nun aber Pfandbriefe ausgeben zu können, mußten die Hypothekenbanken für die ihnen zugeflossenen Refinanzierungsmittel Ersatzdeckungswerte erwerben, die aber 10 % des Umlaufes an Pfandbriefen und Kommunalobligationen nicht übersteigen dürfen.

Das Gleiche gilt auch für das Realkreditgeschäft der Kreditinstitute mit universellem Geschäftscharakter; hierunter fallen Girozentralen, sofern sie mit dem Pfandbriefprivileg ausgestattet sind, und gemischte Hypothekenbanken, wie die Bayerische Hypotheken- und Wechselbank und die Bayerische Vereinsbank München. Auf den von diesen Kreditinstituten gegebenen Realkredit kann durch das Debt Management nur indirekt über die Wirtschaftssubjekte Einfluß genommen werden, die Pfandbriefe und Kommunalobligationen kaufen.

Unter der direkten Kontrolle des Debt Management stehen also in der Bundesrepublik Deutschland im wesentlichen nur der kurzfristige Betriebsmittel- und der langfristige Investitionskredit der Geschäftsbanken und Sparkassen, der Hypothekarkredit und kurzfristige Kommunalkredit der Sparkassen und Girozentralen.

Die Liquiditätssteuerung über die Veränderung der Gläubigerstruktur zwischen dem Federal Reserve System und den Geschäftsbanken (commercial banks) ist in den Vereinigten Staaten wegen der untergeordneten Rolle der Diskontopolitik und der Bestimmungen des Banking Act²¹⁾ von weitaus größerer Bedeutung als in der Bundesrepublik (s. Tabelle 2, Seite 116). Besondere Bedeutung kommt dem hohen Spezialisierungsgrad des amerikanischen Kreditsystems zu,²²⁾ was dem Debt Management in gewissen Grenzen eine differenziertere Beeinflussung bestimmter Kreditarten sichert als in der Bundesrepublik, in der der Typ der Universalbank dominiert.

21) Nach den Vorschriften des Banking Act dürfen Commercial Banks nur bestimmte festverzinsliche Werte, insbesondere öffentliche Schuldtitel (der Gemeinden, Bundesstaaten und der Zentralregierung) erwerben.

22) Vgl. G. Obst, O. Hintner, a.a.O., S. 139 ff.
O. Prall: a.a.O., S. 1156

Tabelle 9 :

PRINCIPAL ASSETS AND LIABILITIES AND NUMBER, BY CLASS OF BANK

(Amounts in millions of dollars)

Class of bank and date	Loans and investments					Total assets - Total liabilities and capital accounts ³⁾	Deposits							Borrowings	Total capital accounts	Number of banks
	Total	Loans	Securities		Cash assets ¹⁾		Total ¹⁾	Interbank ²⁾		Other						
			U.S. Treas- -	Other ¹⁾				De- mand	Time	Demand		Time ¹⁾				
										U.S. Govt.	Other					
All commercial banks:																
1941-Dec. 31	50,746	21,714	21,808	7,225	26,551	79,104	71,283	10,982		44,349		15,952	23	7,173	14,278	
1945-Dec. 31	124,019	26,083	90,606	7,331	34,806	160,132	150,227	14,065		105,921		30,241	219	8,950	14,011	
1947-Dec. 31	116,284	38,057	69,221	9,006	37,502	155,377	144,103	12,792	240	1,343	94,367	35,360	65	10,059	14,181	
1966-Dec. 31	322,661	217,726	56,163	48,772	69,119	403,368	352,287	19,770	967	4,992	167,751	158,806	4,859	32,054	13,767	
1967-Dec. 30	329,903	215,954	62,463	61,477	77,928	451,012	395,008	21,883	1,314	5,234	184,066	182,511	5,777	34,384	13,722	
1968-Dec. 31	401,262	265,259	64,466	71,537	83,752	500,657	434,023	24,747	1,211	5,010	199,901	203,154	8,899	37,006	13,679	
1969-Dec. 31	421,597	295,547	54,709	71,341	89,984	530,665	435,577	27,174	735	5,054	208,870	193,744	18,360	39,978	13,661	
1970-May 27	417,340	290,370	52,640	74,330	78,930	516,630	413,720	22,180	690	5,960	183,740	201,150	23,080	40,850	13,665	
June 30	423,240	296,091	51,569	75,579	85,631	529,679	432,429	26,338	898	8,076	192,999	204,118	18,546	41,708	13,671	
July 29	425,530	296,330	53,510	75,690	74,930	520,800	422,740	22,440	1,350	7,170	181,540	210,240	19,850	41,510	13,671	
Aug. 26	430,080	297,900	55,050	77,130	78,820	529,640	429,680	22,890	1,630	8,270	182,520	214,370	20,160	41,720	13,675	
Sept. 30	436,790	301,530	55,750	79,510	85,760	543,900	447,320	26,480	1,710	8,470	190,810	219,850	18,170	42,040	13,678	
Oct. 28	439,590	301,460	57,180	80,950	78,310	539,190	440,030	24,780	1,740	6,250	185,030	222,230	20,200	42,080	13,684	
Nov. 25	442,970	302,160	58,280	82,530	82,400	546,950	446,170	24,680	1,740	5,840	189,080	224,830	21,680	42,270	13,687	
Dec. 31	461,194	313,334	61,742	86,118	93,643	576,242	480,940	30,608	1,975	7,938	209,335	231,084	19,305	42,958	13,686	
1971-Jan. 27	454,250	305,600	61,520	87,130	83,860	559,200	462,730	25,360	2,030	9,250	190,810	235,280	20,500	42,730	13,692	
Feb. 24	458,040	307,740	61,430	88,870	82,450	561,810	463,950	25,850	1,990	9,060	188,180	240,870	21,500	43,050	13,700	
Mar. 31	463,500	310,380	61,620	90,890	84,510	580,930	483,470	30,640	1,990	4,520	198,860	247,460	22,130	43,530	13,713	
Apr. 28	466,450	312,280	60,060	94,110	88,670	577,590	479,150	26,430	2,020	8,150	194,180	248,370	24,070	43,740	13,717	
May 26	468,070	314,380	58,900	94,790	84,510	575,700	477,390	24,390	2,080	7,900	191,590	251,430	23,390	43,910	13,717	

1) Beginning June 30, 1966, loans to farmers directly guaranteed by CCC were classified as securities, and Export-Import Bank portfolio fund participations were classified from loans to securities. This reduced Total loans and increased "other securities" by about 1 bill. dollars. Total loans include Federal funds sold, and beginning with June 1967 securities purchased under resale agreements, figures for which are included in "Federal funds sold ect."

2) reciprocal balances excluding beginning with 1942

3) Includes items not shown separately

4) Beginning with Dec. 31, 1947, the series was revised

5) Figure takes into account the following changes beginning June 30, 1969: (1) Inclusion of consolidated reports (2) reporting the figures for total loans and for individual categories and securities on a gross basis

Quelle: Federal Reserve Bulletin

Dabei ist aber zu berücksichtigen, daß sich auch im amerikanischen Bankwesen, insbesondere bei den Commercial Banks, Tendenzen bemerkbar machen, den Geschäftskreis auf mehrere Kreditarten auszudehnen, so daß auch diese von der Liquiditätssteuerung des Debt Management betroffen werden. So können die Commercial Banks, deren Bilanzen nicht nur Depositen, sondern auch Termingelder und Spareinlagen enthalten,²³⁾ außer langfristigen Betriebs-

23) R. W. Lindholm, a.a.O., S. 147

C. L. Wittlesey, A. M. Freedman, E. S. Herman, a.a.O., S. 76 f.

P. M. Horvitz: Monetary Policy and the Financial System Englewood Cliffs, N.J. 1963, S. 31

mittelkrediten auch mittel- und langfristige Investitionskredite an den Handel und die Industrie geben,²⁴⁾ was ursprünglich den reinen Investitionsbanken vorbehalten war. Da die Commercial Banks auch ein nicht unbedeutendes Spargeschäft betreiben,²⁵⁾ geben sie - im Gegensatz zu den deutschen Geschäftsbanken - auch Hypothekarkredite.²⁶⁾ Seit den späten zwanziger Jahren betreiben die Commercial Banks auch das Konsumkreditgeschäft, das insbesondere in den vergangenen Jahren stark zugenommen hat. So betrug noch 1955 der Konsumkredit 8 % der Bilanzsumme, 1956 waren es bereits 11 %.²⁷⁾ Schließlich haben die Commercial Banks einen nicht unbedeutenden Anteil am US-Agrarkredit: durch die weitgehende Kommerzialisierung der amerikanischen Landwirtschaft und die Ausbreitung der Kreditbanken in den ländlichen Gegenden sind die Commercial Banks neben den Lebensversicherungen zu den hauptsächlichsten institutionellen Geldgebern der amerikanischen Landwirtschaft geworden.²⁸⁾

Langfristige Kredite werden in den Vereinigten Staaten nicht nur von den Commercial Banks, sondern auch von einer Reihe von Spezialkreditinstituten gegeben, die zum Teil auch Staatspapiere halten.

Dabei ist zwischen Kreditinstituten zu unterscheiden, die langfristige Kredite an Nichtunternehmen (Savings Banks, Savings and Loan Associations) und solchen, die langfristige Kredite an Unternehmer gewähren (Investment Banks).

24) C. R. Wittlesey, A. M. Freedman, E. S. Herman, a.a.O., S. 79, 128

25) C. Prather, a.a.O., S. 559

26) Hypothekarkredite dürfen bis zur Höhe des Kapitals und der Reserven bzw. 70 % der Termin- und Spareinlagen, je nachdem, welcher der beiden Beträge höher ist, betragen (vgl. Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., S.1697)

27) G. Wohlsemuth: Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., Band II, S. 1160, P. M. Horvitz, a.a.O., S. 145, L. V. Chandler, a.a.O., S. 115

28) E. H. Adler, J. Lübkes: Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1707

Die Savings Banks betreiben hauptsächlich folgende langfristigen Aktivgeschäfte:²⁹⁾ hypothekarisch gesicherte Liegenschaftskredite an den Wohnungs- und Eigenheimbau, Schuldverschreibungen von Gemeinden, Versorgungsunternehmen und Eisenbahngesellschaften sowie langfristige Staatspapiere. Schuldverschreibungen der Industrie und Aktien sind dagegen in den Bilanzen der Savings Banks kaum enthalten. Dem langfristigen Einlagengeschäft der Savings Banks entsprechend, sind ihre Liquiditätsbedürfnisse nicht annähernd so groß wie die der Commercial Banks, so daß sie im Vergleich zu den Einlagen (hauptsächlich Savings Deposits) mit einem relativ kleinen Bestand an zentralbankfähigen Schuldtiteln und an Zentralbankgeld als Liquiditätsreserve auskommen.³⁰⁾

Daher bevorzugen die Savings Banks langfristige Staatspapiere als Alternative zum Kreditgeschäft.³¹⁾ So waren z. B. Anfang 1962 nur 13 % der Bestände an Staatspapieren bei den Savings Banks innerhalb eines Jahres fällig, bei den Commercial Banks waren es dagegen 39 %.³²⁾ (s. Tabelle 10, Seite 119).

29) Vgl. P. M. Horvitz, a.a.O., S. 103
R. W. Lindholm, a.a.O., S. 147 f

30) Gegen Liquiditätsschwierigkeiten aufgrund unvorhergesehener Kündigungen von Spardepositen, die dann innerhalb eines Monats fällig werden können, können sich Savings Banks durch die Mitgliedschaft beim Federal Home Loan Bank System, einer Dachorganisation amerikanischer Sparkassen oder beim Federal Reserve System schützen (vgl. R. W. Lindholm, a.a.O., S. 148)

31) Vgl. P. Horvitz, a.a.O., S. 103

32) Berechnet aus den Tabellen des Federal Reserve Bulletin.

Tabelle 10:

MUTUAL SAVINGS BANKS

(In millions of dollars)

End of period	Loans		Securities			Cash	Other assets	Total assets— Total liabilities and general reserve accts.	Deposits ¹	Other liabilities	General reserve accounts	Mortgage loan commitments ² classified by maturity (in months)				
	Mortgage	Other	U.S. Govt.	State and local govt.	Corpo- rate and other ¹							3 or less	3-6	6-9	Over 9	Total
1960.....	26,702	416	6,243	672	5,076	874	589	40,571	36,343	678	3,550					1,200
1961.....	28,902	475	6,160	677	5,040	937	640	42,829	38,277	781	3,771					1,654
1962.....	32,036	602	6,107	527	5,177	956	695	46,121	41,336	828	3,957					2,548
1963.....	36,007	607	5,863	440	5,074	912	799	49,702	44,606	943	4,153					2,549
1964.....	40,328	739	5,791	391	5,099	1,004	886	54,238	48,849	989	4,400					2,820
1965.....	44,433	862	5,485	320	5,170	1,017	944	58,232	52,443	1,124	4,665					2,697
1966.....	47,193	1,078	4,764	251	5,719	953	1,024	60,982	55,006	1,114	4,863					2,010
1967.....	50,311	1,203	4,119	219	8,183	993	1,138	66,365	60,121	1,260	4,984	742		982	799	2,523
1968.....	53,286	1,407	3,834	194	10,180	996	1,256	71,152	64,507	1,372	5,273	811		1,034	1,166	3,011
1969.....	55,781	1,824	3,296	200	10,824	912	1,307	74,144	67,026	1,388	5,330	584	485	452	946	2,467
1970—Apr.....	56,279	2,048	3,294	188	11,319	853	1,385	75,366	67,861	1,906	5,599	603	500	455	801	2,360
May.....	56,423	2,223	3,362	190	11,465	852	1,374	75,889	68,196	2,071	5,621	616	502	388	769	2,275
June.....	56,644	2,131	3,214	197	11,766	956	1,404	76,312	68,724	1,957	5,631	646	474	363	707	2,190
July.....	56,804	2,239	3,241	196	11,945	920	1,459	76,804	69,039	2,121	5,643	665	457	351	678	2,151
Aug.....	56,986	2,249	3,271	197	12,099	922	1,464	77,238	69,222	2,327	5,689	603	406	332	715	2,057
Sept.....	57,202	2,240	3,281	197	12,222	1,001	1,459	77,602	69,817	2,087	5,698	635	334	266	691	1,926
Oct.....	57,398	2,291	3,215	207	12,243	1,035	1,465	77,855	70,093	2,051	5,712	596	338	274	666	1,875
Nov.....	57,473	2,332	3,219	205	12,378	1,112	1,483	78,202	70,361	2,111	5,730	564	315	311	662	1,852
Dec.....	57,775	2,255	3,151	197	12,876	1,270	1,471	78,995	71,580	1,690	5,726	619	322	302	688	1,931
1971—Jan.....	58,014	2,365	3,196	206	13,457	1,129	1,564	79,930	72,441	1,739	5,750	638	322	285	705	1,950
Feb.....	58,194	2,592	3,328	222	13,919	1,270	1,575	81,100	73,366	1,926	5,809	723	352	283	790	2,148
Mar.....	58,540	2,636	3,356	246	14,882	1,287	1,635	82,581	73,002	1,746	5,832	840	413	322	864	2,439
Apr.....	58,796	2,727	3,340	278	15,519	1,254	1,656	83,570	75,824	1,882	5,863		993	445	360	2,804

¹ Also includes securities of foreign governments and international organizations and nonguaranteed issues of U.S. Govt. agencies.

² See note 6, p. A-19.

³ Commitments outstanding of banks in New York State as reported to the Savings Bank Assn. of the State of New York. Data include building loans beginning with Aug. 1967.

NOTE.—National Assn. of Mutual Savings Banks data; figures are estimates for all savings banks in the United States and differ somewhat from those shown elsewhere in the BULLETIN; the latter are for call dates and are based on reports filed with U.S. Govt. and State bank supervisory agencies. Loans are shown net of valuation reserves.

Quelle: Federal Reserve Bulletin

Die wichtigsten Kreditgeber des US-Wohnungsbaus sind außer den Savings Banks die Savings and Loan Associations (auch Building and Loan Associations genannt)³³⁾ und die Federal home Loan Banks, deren Bilanzstruktur und Liquiditätsprobleme³⁴⁾ ähnlicher Natur sind, wie bei den Savings Banks, was auch teilweise aus den folgenden Tabellen hervorgeht.

33) E. H. Adler, J. Lübkes: Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1702

34) d. h. sie kommen mit wenig betriebsnotwendiger Liquidität aus (vgl. P. Horwitz, a.a.O., S. 105)

Tabelle 11:

SAVINGS AND LOAN ASSOCIATIONS

(In millions of dollars)

End of period	Assets				Total assets— Total liabilities	Liabilities					Mortgage loan commitments ⁴	
	Mortgages	Investment securities ¹	Cash	Other ²		Savings capital	Reserves and undivided profits	Borrowed money ³	Loans in process	Other	Made during period	Outstanding at end of period
1961.....	68,834	5,211	3,315	4,775	82,135	70,885	5,708	2,856	1,550	1,136	.....	1,872
1962.....	78,770	5,563	3,926	5,346	93,605	80,236	6,520	3,629	1,999	1,221	.....	2,193
1963.....	90,944	6,445	3,979	6,191	107,559	91,308	7,209	5,015	2,528	1,499	.....	2,572
1964.....	101,333	6,966	4,015	7,041	119,355	101,887	7,899	5,601	2,239	1,729	.....	2,549
1965.....	110,306	7,414	3,900	7,960	129,580	110,385	8,704	6,444	2,198	1,849	.....	2,707
1966.....	114,427	7,762	3,366	8,378	133,913	113,969	9,096	7,462	1,270	2,136	.....	1,482
1967.....	121,805	9,180	3,462	9,107	143,554	124,531	9,546	4,738	2,257	2,462	.....	3,004
1968.....	130,802	11,116	2,962	9,571	152,890	131,618	10,315	5,705	2,449	2,803	.....	3,584
1969 ¹	140,347	10,893	2,439	8,620	162,299	135,670	11,239	9,728	2,455	3,207	.....	2,812
1970—Apr.....	141,390	11,554	2,359	8,852	164,155	136,260	11,252	10,056	2,224	4,363	1,391	3,487
May.....	142,113	12,108	2,523	8,986	165,730	137,013	11,254	10,169	2,294	5,000	1,588	3,956
June.....	143,241	12,097	2,643	9,052	167,033	138,814	11,620	10,480	2,461	5,658	1,544	4,038
July.....	144,320	12,742	2,404	8,999	168,465	139,357	11,617	10,555	2,530	4,406	1,700	4,333
Aug.....	145,434	12,826	2,413	9,091	169,764	139,907	11,615	10,622	2,581	5,039	1,531	4,303
Sept.....	146,556	12,850	2,455	9,182	171,043	141,734	11,609	10,705	2,679	4,316	1,628	4,354
Oct.....	147,712	13,277	2,715	9,248	172,952	142,825	11,588	10,721	2,747	5,071	1,711	4,539
Nov.....	148,896	13,340	3,155	9,356	174,747	143,928	11,592	10,691	2,838	5,698	1,628	4,633
Dec.....	150,562	13,058	3,520	9,434	176,574	146,744	12,012	10,942	3,087	3,789	1,602	4,393
1971—Jan.....	151,503	15,506	2,930	9,386	179,325	149,298	12,056	10,494	3,055	4,422	1,665	4,565
Feb.....	152,665	16,805	3,249	9,524	182,243	151,742	12,062	10,097	3,161	5,181	2,069	5,225
Mar.....	154,430	18,335	3,376	9,668	185,809	155,845	12,044	9,838	3,500	4,577	3,130	6,445
Apr.....	156,564	18,331	3,139	9,822	187,856	158,062	12,025	8,645	3,875	5,249	3,350	7,340

¹ U.S. Govt. securities only through 1967. Beginning 1968 the total reflects liquid assets and other investment securities. Included are U.S. Govt. obligations, Federal agency securities, State and local gov. securities, time deposits at banks, and miscellaneous securities, except FHLBB stock. Compensating changes have been made in "Other assets."

² Includes other loans, stock in the Federal home loan banks, other investments, real estate owned and sold on contract, and office buildings and fixtures. See also note 1.

³ Consists of advances from FHLBB and other borrowing.

⁴ Insured savings and loan assets only. Data on outstanding commitments

are comparable with those shown for mutual savings banks (on preceding page) except that figures for loans in process are not included above but are included in the figures for mutual savings banks.

⁵ Balance sheet data for all operating savings and loan associations were revised by the Federal Home Loan Bank Board for 1969 and 1970.

Note.—Federal Home Loan Bank Board data; figures are estimates for all savings and loan assets in the United States. Data are based on monthly reports of insured assets, and annual reports of noninsured assets. Data for current and preceding year are preliminary even when revised.

Tabelle 12:

FEDERAL HOME LOAN BANKS

(In millions of dollars)

Period	Advances	Repayments	Advances outstanding (end of period)			Members' deposits
			Total	Short-term	Long-term	
1945.....	278	213	195	176	19	46
1963.....	5,601	4,296	4,784	2,863	1,921	1,151
1964.....	5,565	5,025	5,325	2,846	2,479	1,199
1965.....	5,007	4,335	5,997	3,074	2,923	1,043
1966.....	3,804	2,866	6,935	5,006	1,929	1,036
1967.....	1,527	4,076	4,386	3,985	401	1,432
1968.....	2,714	1,861	5,259	4,867	392	1,382
1969.....	5,511	1,500	9,289	8,434	855	1,041
1970.....	3,256	1,929	10,615	3,081	7,534	2,331
1970—Mar.....	136	388	9,745	8,501	1,243	985
Apr.....	393	278	9,860	7,721	2,138	1,108
May.....	240	92	10,008	7,031	2,997	1,188
June.....	299	71	10,236	7,002	3,234	1,331
July.....	243	106	10,373	7,445	2,927	1,193
Aug.....	179	106	10,446	7,967	2,478	1,238
Sept.....	204	125	10,524	7,477	3,047	1,339
Oct.....	114	119	10,539	7,265	3,274	1,496
Nov.....	112	126	10,524	7,156	3,368	1,978
Dec.....	224	134	10,615	7,334	3,281	2,331
1971—Jan.....	43	331	10,326	7,924	2,403	2,750
Feb.....	27	428	9,926	7,697	2,230	3,093
Mar.....	30	266	9,690	7,814	1,876	3,423

¹ Secured or unsecured loans maturing in 1 year or less.

² Secured loans, amortized quarterly, having maturities of more than 1 year but not more than 10 years.

Note.—Federal Home Loan Bank Board data.

Da die Federal Home Loan Banks, wie die Savings Banks, die Finanzierung nach dem deutschen Pfandbriefsystem nicht kennen, sind sie nicht darauf festgelegt, ihre Mittel in Hypotheken oder sonstigen langfristigen Darlehen zweckgebunden anzulegen. Sie können daher Staatspapiere als Alternative zum Kreditgeschäft kaufen, wozu die sog. "Special Issues" für diesen Banktyp in besonderem Maße geeignet sind.³⁵⁾ Dabei ist zu berücksichtigen, daß sich die Federal Home Loan Banks zum Teil auf der Grundlage von Obligationen beim Publikum, den Savings Banks und den Geschäftsbanken refinanzieren,³⁶⁾ so daß Liquiditätsveränderungen bei diesen Institutionen sich insoweit direkt auch auf die Liquidität der Federal Home Loan Banks auswirken können.

Der Hypothekarkredit der Savings and Loan Associations ist durch das Debt Management auf direktem Weg nicht zu steuern, da sie nach dem Prinzip der Bausparkassen auf Gegenseitigkeit arbeiten und andere Finanzierungsquellen kaum bestehen.

Kaum eine Möglichkeit besteht, den langfristigen Investitionskredit an Unternehmungen der in den Vereinigten Staaten auf diese Kreditart spezialisierten sog. Investment Banks zu kontrollieren: sie treten nur als Vermittler zwischen langfristiges Kapital nachfragende private Firmen einerseits und langfristige Anlage suchendes Kapital andererseits,³⁷⁾ nehmen aber nicht, wie die Savings Banks und die Savings and Loan Associations, langfristige Einlagen herein. Damit eng verbunden ist für die Invest-

35) Vgl. W. J. Frazer, W. P. Yohe, a.a.O., S. 269 und die Ausführungen zur trendbestimmten Gruppe in Teil II, A., II.2.

36) G. Obst, O. Hintner, a.a.O., S. 143 f.
Für diese Mittel der Federal Home Loan Banks besteht keine so strenge Zweckbindung, wie z. B. für Kommunalobligationen der Girozentralen in der Bundesrepublik, die als Dachorganisationen der kommunalen Sparkassen in viel stärkerem Maße an die Verwendung dieser Mittel für den Kommunalkredit gebunden sind, als dies bei den Federal Home Loan Banks für den Hypothekenkredit der Fall ist.

37) F. H. Adler, J. Lübkes: Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1700 f.

ment Banks die Aufgabe, die allgemeine Situation und Aufnahme-fähigkeit der Wertpapiermärkte bei anstehenden Finanzierungs-vorhaben der Industrie und des Handels zu erforschen, den Schuldner auf seine Bonität zu prüfen, Emissionen zu übernehmen und zu plazieren (underwriting), was meist mit Bankkrediten finanziert wird.³⁸⁾ Dagegen verfügen die Investment Banks kaum über eigene Mittel, die zinsbringend lang- oder kurzfristig ausgeliehen werden könnten bzw. für die Staatspapiere beschafft werden könnten.³⁹⁾ Eine direkte Liquiditätssteuerung der Investmentbanks ist also durch das Debt Management nicht möglich.

Ein indirekter Einfluß auf die von Investment Banks finanzierten Investitionen ist aber über die Liquiditätssteuerung der Commercial Banks gegeben, da Investment Banks auf Änderungen des Zinses und der Verfügbarkeit von Kredit sehr empfindlich reagieren.⁴⁰⁾

Eine Parallele zu den deutschen Teilzahlungsbanken sind in den Vereinigten Staaten eine Reihe miteinander konkurrierender Spezialinstitute für den Konsumkredit, wie z. B. die "Sales Finance Companies", die "Credit Unions", die "Personal Finance Companies" und vor allem die "Industrial Banks".⁴¹⁾ Die wichtigste Finanzierungsquelle dieser Kreditinstitute sind die Commercial Banks; so verfügen z. B. die Industrial Banks nur in bescheidenem Umfang über Mittel aus Depositeneinlagen; die Sales and Finance Companies beziehen einen kleinen Teil ihrer Mittel aus dem Eigenkapital, außerdem emittieren sie kurzfristige Schuldverschreibungen (commercial papers) am offenen Markt, die

38) Vgl. C. Prather, a.a.O., S. 512 ff., J. G. Ranlett, a.a.O., S. 228

39) Nach dem Banking Act von 1933 dürfen Institute, die sich mit der Emission, dem Verkauf und der Verteilung von Wertpapieren befassen, keine Depositionen annehmen.

40) J. G. Ranlett, a.a.O., S. 229

41) Das erste Kreditinstitut dieser Art war die 1910 von dem Rechtsanwalt Arthur J. Morris gegründete Fidelity Savings and Trust Company in Norfolk/Virginia (vgl. zur historischen Entwicklung dieser Branche: Prather, a.a.O., S. 603)

aber meistens von Commercial Banks gekauft werden. Die besondere Bonität des Sales and Finance Institutions ermöglicht es ihnen zwar, sich zinsgünstig bei den Commercial Banks zu refinanzieren; andererseits sind aber die Verwaltungskosten des Konsumkredits besonders hoch.

Die hohe Fremdfinanzierungsquote macht eine direkte Liquiditätssteuerung dieser Institute durch das Debt Management unmöglich. Direkt beeinflußbar ist der Konsumkredit nur bei den Commercial Banks. Eine restriktive Kreditpolitik muß sich aber auch mittelbar auf den Konsumkredit der Spezialinstitute auswirken: die Commercial Banks werden, wenn ihnen Zentralbankgeld entzogen wird, u. a. auch den Kredit an die Konsumfinanzierungsinstitute einschränken.⁴²⁾

2. Transaktionen zwischen der Notenbank und den Nicht-banken

Der Wortlaut des § 21 BBG (Die Deutsche Bundesbank darf zur Regelung des Geldmarktes am offenen Markt zu Marktsätzen kaufen und verkaufen: ...) grenzt den Kreis der Wirtschaftssubjekte, den die Bundesbank in ihre Offenmarktoperationen einbeziehen darf, nicht auf die Banken ein, wie dies in anderen Zusammenhängen z. B. der § 19 des Bundesbankgesetzes tut.⁴³⁾ So kann die Bundesbank theoretisch Offenmarktgeschäfte mit jedermann⁴⁴⁾, also auch

42) Zu den Konsumfinanzierenden Spezialkreditinstituten, insbesondere die unterschiedlichen Kreditmodalitäten vgl. P. M. Horvitz, a.a.O., S. 143 ff, J. G. Hanlett, a.a.O., S. 229 ff, u. W. Linholm, a.a.O., S. 140

43) § 19 BBG beginnt mit den Worten: "Die Deutsche Bundesbank darf mit den Kreditinstituten im Geltungsbereich dieses Gesetzes folgende Geschäfte betreiben: ..."

44) B. Stadermann, a.a.O., S. 33
Vgl. auch J. v. Spindler, W. Becker, O.-E. Starke: Die Deutsche Bundesbank, a.a.O., S. 234, Anmerkung 2: "Die Geschäfte am offenen Markt betreffen den alle Geldanbieter und -nachfrager umfassenden Geldmarkt und sind daher wesensgemäß auf die Beziehungen zwischen der Bundesbank einerseits und den Kreditinstituten und

mit Nichtbanken betreiben. Geht es letztlich um die Regelung des Geldumlaufs, dann bestehen vom Gesetz her keine Bedenken, die Nichtbanken in die Offenmarktgeschäfte der Notenbank und damit auch in gläubigerstrukturverändernde Maßnahmen des Debt Management einzubeziehen.

Von besonderem Interesse dürften in diesem Zusammenhang die privaten Versicherungsgesellschaften in der Bundesrepublik Deutschland sein, die für die private Kreditwirtschaft durch ihre mittel- und langfristigen Schuldscheindarlehen an die Industrie⁴⁵⁾ von großer Bedeutung sind. Diese Versicherungsgesellschaften sind große Kapitalsammelstellen, deren Mittel nicht alle für den eigentlichen Versicherungszweck verwendet werden und daher zum Teil in Krediten ausgeliehen werden können. Dabei sind Schuldscheindarlehen keineswegs nur ein Fremdfinanzierungsinstrument emissionsfähiger Unternehmen, sondern können auch (meist unter Einschaltung von Kreditinstituten und sachkundigen Maklern)⁴⁶⁾ von mittelständischen Unternehmen, die sonst keinen Zugang zum Kapitalmarkt haben, aufgenommen werden.

Zwar dürfen, wie in Teil II, A. II, 2., 2.2 ausgeführt wurde, die Bestände des Deckungsstocks der Vertragsversicherungen grundsätzlich nur in den in § 68 VAG aufgeführten Werten angelegt werden. Die Aufsichtsbehörde ist aber nach der sog. "Generalklausel" ermächtigt zu gestatten, daß die Bestände des Deckungsstocks auch anders, als im Gesetz vorgeschrieben, angelegt werden. Auf der Grund-

öffentlichen Verwaltungen ... andererseits beschränkt.¹ Dagegen wird im Industriekurier Nr. 51 vom 3.4.1958, S. 7, die Auffassung vertreten, die Notenbank könne auch an sonstige Stellen und Privatleute Offenmarktpapiere verkaufen, was auch von Richebächer vorgeschlagen wurde (R. Richebächer: Der fehlende Kapitalmarkt, in: Der Volkswirt 1958, S. 377).

45) L. Arps: Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., Band II, S. 1750

46) W. Staehle: Die Schuldscheindarlehen, Wesen, Systematik und betriebswirtschaftliche Probleme aus der Sicht der Darlehensnehmer, Kapitalsammelstellen und Kreditinstitute, Wiesbaden 1965, S. 19, 37

lage dieser Ermächtigungen kann das Aufsichtsamt die Anlage in Aktien und Schuldscheindarlehen genehmigen.⁴⁷⁾

Da Lebensversicherungen im Vergleich zum Konten-Wertpapier- und Bausparen eine sehr stetige Sparform repräsentieren, können sie die betriebsnotwendige Liquidität nicht nur sehr niedrig im Vergleich zur Summe ihrer Vermögensanlagen (etwa zwischen 1,5 und 3 %) halten, sondern auch für lange Zeiträume exakt vorausberechnen und Liquiditätsüberschüsse langfristig anlegen, was in der Vermögensstruktur dieser Versicherungsform auch deutlich wird (vgl. Tabelle 13, Seite 126).

Die Vielseitigkeit ihrer langfristigen Kapitalanlage erlaubt es den Lebensversicherungen, ihre Anlagedispositionen den sich jeweils auf den Teilmärkten, so auch auf dem Markt für Schuldtitel der öffentlichen Hand abzeichnenden Tendenzen anzupassen. "Sie wirken damit als beachtlicher Stabilisator am Kapitalmarkt und tragen wirksam dazu bei, Spannungen auf Teilmärkten zu lösen",⁴⁸⁾ was ihre Zugehörigkeit zur tendbestimmten Gruppe in besonderer Weise unterstreicht. Die Bruttozugänge an Wertpapieren bei den Lebensversicherungen für die Jahre 1968, 1969 und 1970 (bis zum 3. Vierteljahr einschließlich) teilten sich auf die verschiedenen Wertpapierarten wie folgt auf: (s. Seite 127) (in Millionen DM)

47) Schuldscheindarlehen sind deckungsstockfähig, wenn sie durch Grundpfandrechte (Beleihungsgrenze 40 % des Verkehrswertes) gesichert sind (G. Obst/ O. Hintner, a.a.O., S. 508)

48) L. Arps: Enzyklopädisches Lexikon, a.a.O., S. 1750

Tabelle 13: Geldmittel und Vermögensanlagen der deutschen Lebensversicherungsunternehmen
(in Millionen DM)
Quelle: Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen
Geschäftsberichte des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen

Geld- mittel 1)	Vermögens- anlagen insgesamt ²⁾	Grund- stücke	Hypoth.- Grund- u. Renten- schuldfor- derungen	Schuld- scheinfor- derungen u. Darlehen	Ausgleichs- ford. u. sonstige Schuldbuch- forderungen	Darlehen u. Voraus- zahlungen auf Vers.- Scheine	Beteili- gungen	Wert- papiere
1960	390	14.181	3.242	5.010	1.903	288	78	2.212
1962	484	16.690	3.962	5.988	1.946	328	95	2.670
1963	480	19.295	4.588	7.037	1.916	364	123	3.236
1964	530	25.111	6.295	8.757	2.020	413	158	4.525
1965	577	28.429	7.568	9.835	1.979	450	192	4.925
1966	609	32.354	9.098	11.216	1.905	542	226	5.331
1967	619	36.920	10.416	12.547	1.842	663	260	6.505
1968	743	41.929	11.617	13.999	1.799	753	330	8.238
1969	704	47.238	12.896	15.752	1.741	863	387	9.655
1970(3V)	753	51.874	14.053	16.930	1.764	1.046	525	10.920

1) Kassenbestand, Guthaben bei der Deutschen Bundesbank

2) Postscheckguthaben, Guthaben bei Geld- und Kreditinstituten (einschl. Fesgeldeinlagen)
ohne Geldmittel

Tabelle 14:

	1968	1969	1970
Festverzinsl. Wertpapiere	1718	1552	897
a) verzinsl. Schatzanwei- ¹⁾ sungen und An- leihen öffent- licher Stellen	353	299	179
b) Kommunalobliga- tionen	362	295	262
c) Pfandbriefe	835	683	342
d) Industrieobli- gationen	92	122	27
e) sonstige fest- verzinsliche Wertpapiere	76	153	87
übrige Wertpapiere	470	578	352
f.) Aktien	154	472	312
g.) Investment- Zertifikate	14	96	33
h.) sonstige Wertpapiere	2	10	7

Quelle: Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für
das Versicherungs- und Bausparwesen

1) Bund, Bundesbahn, Bundespost, Länder (einschließlich
Stadtstaaten), Gemeinden und Gemeindeverbände, sonsti-
ge Körperschaften des öffentlichen Rechts und aus-
ländische öffentliche Stellen.

Zu ähnlicher Bedeutung wie in der Bundesrepublik sind
auch die Lebensversicherungen in den Vereinigten Staaten
gelangt.⁴⁹⁾ Sie haben die Eisenbahnen und andere "public
utilities" in ihrer Entwicklungsphase maßgeblich mitfi-

49) D. E. Diamond: The Economic Impact of Life Insurance
Investments on the American Economy, in: Journal of
Finance, Vol. XIV, März 1959, Nr. 1, S. 81 f.

nanziert. In den Nachkriegsjahren haben sie sich dem Industriekredit und der Finanzierung des Wohnungsbaus über Hypothekendarlehen zugewandt. Die US-Lebensversicherungen verkauften nach dem zweiten Weltkrieg einen großen Teil ihrer Staatspapiere, um im expandierenden privaten Sektor höhere Gewinne zu erzielen. Rentabilitätsgesichtspunkte dürften wohl auch dafür maßgebend sein, daß, wie aus der folgenden Tabelle hervorgeht, die Bestände an "Government Securities" in den letzten zwei Jahrzehnten so gut wie unverändert blieben, während die "Business Securities" im gleichen Zeitraum um 59 % und die Hypothekendarlehen um 68 % zunahmen.

Tabelle 15:

LIFE INSURANCE COMPANIES

(In millions of dollars)

End of period	Total assets	Government securities				Business securities			Mortgages	Real estate	Policy loans	Other assets
		Total	United States	State and local	Foreign ¹	Total	Bonds	Stocks				
Statement value:												
1961.....	126,816	11,896	6,134	3,888	1,874	55,294	49,036	6,258	44,203	4,007	5,733	5,683
1962.....	133,291	12,448	6,170	4,026	2,252	57,576	51,274	6,302	46,902	4,107	6,234	6,024
1963.....	141,121	12,438	5,813	3,852	2,773	60,780	53,645	7,135	50,544	4,319	6,655	6,385
1964.....	149,470	12,322	5,594	3,774	2,954	63,579	55,641	7,938	55,152	4,528	7,140	6,749
1965.....	158,884	11,679	5,119	3,530	3,030	67,599	58,473	9,126	60,013	4,681	7,678	7,234
1966.....	167,022	10,837	4,823	3,114	2,900	69,816	61,061	8,755	64,609	4,883	9,117	7,760
1967.....	177,832	10,573	4,683	3,145	2,754	76,070	65,193	10,877	67,516	5,187	10,059	8,427
1968.....	188,636	10,509	4,456	3,194	2,859	82,127	68,897	13,230	69,973	5,371	11,306	9,150
Book value:												
1966.....	167,022	10,864	4,824	3,131	2,909	68,677	61,141	7,536	64,661	4,888	9,911	8,801
1967.....	177,361	10,530	4,587	2,993	2,950	73,997	65,015	8,982	67,575	5,188	10,060	11,011
1968.....	187,695	10,483	4,365	3,036	3,082	79,403	68,575	10,828	70,071	5,573	11,284	10,881
1969.....	197,208	10,914	4,514	3,221	3,179	84,566	70,859	13,707	72,027	5,912	13,825	9,964
1970—Feb.....	198,808	10,991	4,563	3,232	3,196	85,390	71,734	13,656	72,448	5,975	14,302	9,702
Mar.....	199,403	10,941	4,505	3,242	3,194	85,344	71,532	13,812	72,616	5,990	14,535	9,977
Apr.....	199,090	10,833	4,414	3,223	3,196	85,103	71,764	13,339	72,783	6,030	14,759	9,572
May.....	199,173	10,895	4,472	3,226	3,197	84,633	71,858	12,775	72,982	6,061	14,951	9,651
June.....	199,683	10,788	4,401	3,222	3,165	84,656	71,894	12,762	73,165	6,103	15,180	9,791
July.....	201,002	11,071	4,650	3,251	3,170	85,404	72,200	13,204	73,352	6,144	15,354	9,797
Aug.....	201,918	11,090	4,653	3,255	3,182	85,841	72,497	13,344	73,427	6,158	15,517	9,885
Sept.....	203,148	11,004	4,561	3,265	3,178	86,675	72,915	13,760	73,540	6,202	15,674	10,053
Oct.....	203,922	11,029	4,565	3,277	3,187	87,099	73,389	13,710	73,728	6,255	15,813	9,998
Nov.....	205,064	11,049	4,588	3,281	3,180	87,755	73,644	14,111	73,848	6,311	15,918	10,183
Dec.....	206,193	10,967	4,494	3,285	3,188	88,183	73,123	15,060	74,345	6,362	16,025	10,311
1971—Jan.....	208,206	11,027	4,557	3,298	3,172	90,127	74,326	15,801	74,370	6,341	16,109	10,232
Feb.....	209,885	11,126	4,632	3,319	3,175	91,038	74,696	16,342	74,437	6,453	16,220	11,111

¹ Issues of foreign governments and their subdivisions and bonds of the International Bank for Reconstruction and Development.

NOTE.—Institute of Life Insurance data; figures are estimates for all life insurance companies in the United States.

Year-end figures: Annual statement asset values, with bonds carried on an amortized basis and stocks at year-end market value. Month-end figures: Book value of ledger assets. Adjustments for interest due and accrued and for differences between market and book values are not made on each item separately but are included in total, in "Other assets."

Quelle: Federal Reserve Bulletin

Durch das Debt Management sollen die Lebensversicherungen vor die Alternative gestellt werden, ihnen zur Verfügung stehende langfristige Mittel nicht dem privaten Kapitalmarkt in Form von Aktien, Pfandbriefen, Industrieobligationen, Schuldscheindarlehen usw. zur Verfügung zu stellen, sondern Staatspapiere von der Notenbank dafür zu kaufen et vice versa. Wenn dabei fast ausschließlich der Kauf bzw. Verkauf langfristiger Staatspapiere in Betracht kommt,⁵⁰⁾ dann schließt das auf der anderen Seite nicht aus, daß auch von den Lebensversicherungen die kurzfristige Anlage gelegentlich gesucht wird, wenn nur vorübergehende Liquiditätsüberschüsse entstehen. Diese Liquiditätsüberschüsse, die bis zu ihrer endgültigen Anlage als dispositive Liquidität anzusehen sind, werden i. d. R. am Geldmarkt untergebracht oder in Form von Termingeldern, Festgeldern usw. im Bankensektor angelegt. Geht es aber der Notenbank im Debt Management aus wirtschaftspolitischen Gründen darum, den Zufluß dispositiver Liquidität von den Versicherungen zu den Banken - sei es durch Vergrößerung der Depositeneinlagen, sei es über den Geldmarkt - zu verhindern, dann sind Schatzwechsel aufgrund ihrer kurzen Laufzeit das hierfür geeignete Mittel⁵¹⁾. Werden zu diesem Zweck den Lebensversicherungen kurzfristige Staatspapiere angeboten, gilt es weniger, die Liquidität der Lebensversicherungen zu verknapen, als vielmehr zu verhindern, daß dem Bankensektor kurzfristig Liquidität zufließt und damit seine Krediterschöpfungsgrundlage ausgeweitet wird. Gelten dagegen die Debt Management-Maßnahmen in erster Linie dem lang- und mittelfristigen Kredit der Lebensversicherungen an die

50) Vgl. J. Č. Claren, a.a.O., S. 51, 72

51) Den Statistiken des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen zufolge ist der Erwerb von Schatzwechseln in keinem Versicherungszweig üblich, so daß sich auch kurzfristige Transaktionen auf der Grundlage langfristiger Titel vollziehen.

private Wirtschaft, so kommen hierfür eher langfristige Staatspapiere in Betracht.

Dagegen kann die Liquidität der Schadens-, Unfall- und Krankenversicherungen nur kurzfristig beeinflusst werden, weil hier durch das schwer kalkulierbare Schadensrisiko langfristige Engagements nur für einen vergleichsweise geringen "Bodensatz" an Prämien möglich ist.⁵²⁾ Die Reserven an Primärliquidität sind zum Teil bedeutend höher als die der Lebensversicherungen: sie liegen bei den Krankenversicherungen etwa zwischen 6 und 9 % und bei den Schadens- und Unfallversicherungen etwa zwischen 7,5 und 12 % der gesamten Vermögensanlagen. Das hohe Liquiditätsbedürfnis kommt auch darin zum Ausdruck, daß das Wertpapierportefeuille, das den größten Posten unter den Vermögensanlagen dieser beiden Versicherungsformen einnimmt, sich meist aus Titeln zusammensetzt (hauptsächlich Pfandbriefe und Aktien), die im Notfall schnell veräußert werden können.

Diesen besonderen Umständen bei den Schadens- und Unfallversicherungen und den Krankenversicherungen kann das Debt Management dadurch Rechnung tragen, daß es Staatsschuldtitel mit hoher Marktgängigkeit zur Liquiditätssteuerung in diesen Versicherungszweigen verwendet, d. h. als Alternative zu anderen Anlagen am Kapitalmarkt bietet.

52) Vgl. W. Staehle, a.a.O., S. 144

Tabelle 16: Geldmittel und Vermögensanlagen der deutschen Schaden- und Unfall-Versicherungs-Unternehmen. (in Millionen DM)
 Quelle: Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen
 Geschäftsberichte des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen

Geld- mittel 1)	Vermögens- anlagen insgesamt 2)	Grund- stücke	Hypoth.- Grund- u. Renten- schuldfor- derungen	Schuld- scheinfor- derungen u. Darlehen	Ausgleichs- ford. u. sonstige Schuldbuch- forderungen	Darlehen u. Voraus- zahlungen auf Vers.- Scheine	Beteill- gungen	Wert- papiere
1960	527	3.806	658	177	528	363	21	169
1962	631	4.996	919	221	758	378	21	257
1964	648	6.108	1.101	255	1.012	386	21	295
1965	716	6.971	1.261	285	1.201	369	21	350
1966	747	7.678	1.454	330	1.509	374	23	393
1967	785	8.449	1.598	360	1.685	359	21	415
1968	847	9.598	1.702	388	1.882	354	22	568
1969	851	10.600	1.865	421	2.152	335	22	628
1970(3)	987	11.724	2.098	460	2.369	343	28	730

1) Kassenbestand, Guthaben bei der Deutschen Bundesbank,
 Postscheckguthaben, Guthaben bei Geld- und Kreditinstituten
 2) Ohne Geldmittel

Tabelle 17: Geldmittel und Vermögensanlagen der Krankenversicherungsunternehmen
(in Millionen DM)

	Geld- mittel 1)	Vermögens- anlagen insgesamt 2)	Grund- stücke	Hypoth.- Grund- u. Renten- schuldfor- derungen	Schuld- scheinfor- derungen u. Darlehen	Ausgleichs- ford. u. sonstige Schuldbuch- forderungen	Beteili- gungen	Wert- papiere
1960	84	874	124	19	251	210	4	266
1962	114	1.221	180	23	392	209	5	412
1964	128	1.708	233	50	547	204	8	666
1965	137	1.910	290	91	579	201	13	736
1966	178	2.144	334	120	668	189	16	817
1967	156	2.458	380	134	774	184	16	970
1968	168	2.908	428	140	882	179	18	1.261
1969	207	3.440	497	142	1.110	166	23	1.502
1970(3V)230		3.835	565	148	1.286	163	25	1.648

1) **Kassenbestand**, Guthaben bei der Deutschen Bundesbank,
Postascheckguthaben, Guthaben bei Geld- und Kreditinstituten
2) **Außer Geldmitteln**

Quelle: Veröffentlichungen des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen,
Geschäftsberichte des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bausparwesen.

Die nach Wirtschaftszweigen aufgeteilten Schuldscheinforderungen und Darlehen verschiedener Versicherungsbranchen (vgl. Tabelle 18, Seite 134) geben einen Anhaltspunkt darüber, auf welche Kreditstruktur Debt Management-Maßnahmen bei den Versicherungen generell treffen.

Die Aufteilung der Schuldscheinforderungen und Darlehen zeigt für die Jahre 1968 und 1969 Schwerpunkte bei den Ländern und Gemeinden sowie der Energiewirtschaft, der Wasserversorgung und der chemischen Industrie.

Eine wirksame Liquiditätssteuerung der Versicherungen und ein damit verbundener Einfluß des Debt Management auf deren Kreditgeschäft wird hauptsächlich, wie die Tabelle 19 erkennen läßt, auf der Grundlage festverzinslicher Staatsschuldtitel stattfinden müssen, auch wenn theoretisch agioverzinsten Geldmarktpapiere von den Versicherungen erworben werden können.

Entscheidend ist aber nicht nur, wie bei den Lebensversicherungen schon erwähnt, daß durch Debt Management-Maßnahmen die Liquidität und das Kreditgeschäft der Versicherungen selbst, sondern indirekt auch die Liquidität und die Kreditschöpfungsfähigkeit des Bankensektors mitbeeinflusst wird, in dem sich ein großer Teil der liquiden Mittel der Versicherungen befindet.

In der Tabelle 19, Seite 135, sind die Wertpapierbestände aller Versicherungen⁵³⁾ nach Arten für 1968 und 1969 aufgegliedert. Bezogen auf den Gesamtbestand der festverzinslichen Wertpapiere stehen Pfandbriefe und Kommunalobligationen an erster Stelle. Unter den verzinslichen Schatzanweisungen und Anleihen öffentlicher Stellen dominieren die des Bundes, gefolgt von denen der Länder und Gemeinden.

53) Eine Untergliederung nach den Versicherungszweigen war nicht zu erhalten.

Nach Wirtschaftszweigen aufgeteilte Schulschneiforderungen und Darlehen
Tabelle 18: Geschäftsbericht des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungs- und Bauparwesen
(in 1000 DM)

	Lebens- VU	Kranken- VU	Schaden- u. Unfall-VU	Lebens-VU	Kranken-VU	Schaden- u. Unfall-VU	Lebens-VU	Kranken-VU	Schaden- u. Unfall-VU
1. Land- und Forstwirtschaft	2.441	-	125	4.357	-	4.013	-	-	-
2. Bergwirtschaft, Wasserver- sorgung	1.790.545	85.925	188.296	1.908.029	98.059	216.206	57.374	6.741	5.457
3. Bergbau	443.631	28.707	43.625	465.029	24.620	41.955	28.000	200	-
4. Chemische Industrie, Mineral- ölverarbeitung	967.876	71.387	146.096	1.003.740	78.053	155.645	123.039	5.400	9.100
5. Kunststoff-, Gummi-, Asbest- verarbeitung	138.372	10.424	19.155	134.119	8.930	21.830	13.000	600	500
6. Gewinnung, Verarbeitung von Steinen u. Erden, Feinkeramik, Glasgewerbe	95.054	2.426	10.960	95.243	4.197	10.672	1.000	-	900
7. Eisen-, NE-Metallzeugung, Gie- ßerei, Stahlverformung	987.998	51.553	127.885	905.284	48.228	117.680	21.900	700	3.000
8. Stahl-, Maschinen-, Fahrzeugbau	678.101	24.971	116.263	634.585	21.500	105.011	10.021	1.750	5.650
9. Stahl-, Metall-, Feinmechanik, Optik, Instrumentenbau von BM, ren, Musikinstrumenten, Sport- geräten usw.	422.619	16.498	43.238	427.627	19.350	44.010	6.500	3	1.200
10. Holz-, Papier-, Druckgewerbe	184.681	8.998	34.821	200.731	8.260	34.931	13.380	700	2.000
11. Leder-, Textil-, Bekleidungs- gewerbe	129.306	3.284	29.131	132.420	3.481	26.370	6.165	-	5.996
12. Nahrungs- u. Genussmittelgewerbe	105.080	4.690	17.140	106.450	4.280	18.755	48	-	1.800
13. Baubau-, Ausbau-, Bauhilfsge- werbe	191.039	1.574	15.561	243.897	972	9.476	81.438	500	7.521
14. Großhandel, Handelsvermittlung, Einzelhandel	86.277	1.147	12.421	86.266	1.553	12.446	3.327	-	41
15. Verkehr, Nachrichtenvermittlung	171.571	10.991	25.335	241.947	15.152	39.897	114.801	3.100	15.349
16. Kredit-, sonstige Finanzdienstleis- tungen	3.281.110	231.524	571.000	4.324.799	318.672	697.695	1.075.854	116.184	163.964
17. Versicherungsgewerbe	7.592	1.324	3.946	7.358	1.307	3.030	5.280	823	2.193
18. Dienstleistungen, soweit von Unternehmen und freien Berufen erbracht	88.684	3.061	24.469	93.022	2.277	27.382	23.191	3.020	6.071
19. Organisations- und Erwerbs- charakter, private Haushalte	282.903	6.196	28.124	296.996	7.288	29.821	37.937	3.162	12.754
20. Sozialversicherung	65	144	-	-	32	-	-	-	-
21. Öffentliche Stellen (ohne So- zialversicherung)	3.948.385	317.065	424.301	4.499.617	445.951	535.192	424.810	107.359	91.480
22. Bundesbahn, Bundespost	87.900	11.500	13.295	380.218	71.100	78.774	143.900	23.400	21.000
23. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	630.018	65.322	89.490	791.625	102.916	106.648	173.611	47.800	39.761
24. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.078.732	76.490	115.823	1.198.238	92.911	131.166	28.325	15.296	8.261
25. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
26. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
27. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
28. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
29. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
30. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
31. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
32. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
33. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
34. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
35. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
36. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
37. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
38. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
39. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
40. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
41. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
42. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
43. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
44. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
45. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
46. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
47. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
48. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
49. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
50. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
51. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
52. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
53. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
54. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
55. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
56. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
57. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
58. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
59. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
60. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
61. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
62. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
63. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
64. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
65. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
66. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
67. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
68. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
69. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
70. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
71. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
72. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
73. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
74. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
75. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
76. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
77. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
78. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
79. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
80. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
81. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
82. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
83. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
84. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674	43.115	11.513	16.031
85. Bundesbahn, Bundespost Minder einsehl. Stadt- Verbinden, Gemeinde- verbände	1.914.754	139.325	174.621	1.879.746	146.866	185.674			

Quelle: Geschäftsbericht des Bundesaufsichtsamtes für das
Versicherungs- und Bausparwesen für das Jahr 1969

Statistik — B. Geschäftsergebnisse der VU — I. Alle Versicherungszweige

Tabelle 19:

Wertpapiere nach Arten

Wertpapierarten	Jahr	Wertpapiere insgesamt		darunter ausländische Wertpapiere		
		1000 DM	vH	1000 DM	vH	Spalte 3 in vH von Spalte 1
a	b	1	2	3	4	5
I Festverzinsliche Wertpapiere						
1. Verzinsliche Schatzanweisungen und Anleihen öffentlicher Stellen						
— Bund	1968	729 632	32,4	47 473	9,3	6,5
	1969	746 630	30,0	70 063	9,8	9,4
Bundesbahn und Bundespost	1968	338 657	18,0	5 078	1,0	1,5
	1969	377 510	18,2	6 355	0,9	1,7
Länder einschl. Stadtstaaten	1968	537 119	23,7	83 829	12,5	12,0
	1969	553 065	22,2	78 646	11,1	14,2
Gemeinden und Gemeindeverbände	1968	133 902	8,9	15 164	3,0	11,3
	1969	128 902	8,2	19 456	2,7	15,1
Sonstige Körperschaften des öffentlichen Rechts	1968	149 280	6,6	8 855	1,7	5,9
	1969	153 470	6,2	9 428	1,3	6,1
Ausländische öffentliche Stellen	1968	369 815	16,4	369 815	72,5	100
	1969	528 092	21,2	528 092	74,2	100
— Verzinsliche Schatzanweisungen und Anleihen insgesamt	1968	2 254 405	17,9	510 214	63,9	22,6
	1969	2 487 669	17,4	712 080	58,3	28,6
darunter: Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit bis zu vier Jahren	1968	47 678	2,1	38 020	7,6	81,0
	1969	33 154	1,3	31 115	4,4	94,8
— 2. Kommunalobligationen	1968	2 700 525	21,5	10 778	1,4	0,4
	1969	3 059 368	21,4	10 368	0,8	0,3
— 3. Pfandbriefe	1968	6 346 204	50,5	10 540	1,3	0,2
	1969	7 134 819	49,9	18 549	1,5	0,3
darunter: Schiffspfandbriefe	1968	108 134	1,7	28	0,3	0,0
	1969	117 281	1,6	82	0,4	0,1
4. Industrieobligationen	1968	1 010 623	8,0	168 450	21,1	16,7
	1969	1 088 457	7,6	249 682	20,4	23,9
5. Sonstige festverzinsliche Wertpapiere	1968	266 425	2,1	97 662	12,3	36,7
	1969	531 448	3,7	231 643	19,0	42,6
darunter: Bankschuldverschreibungen	1968	180 703	67,8	67 977	69,5	37,6
	1969	287 999	54,2	124 710	53,8	43,3
Festverzinsliche Wertpapiere insgesamt	1968	12 578 182	77,6	797 844	83,0	6,3
	1969	14 301 756	76,9	1 222 322	85,7	8,5
II Ubrige Wertpapiere						
1. Aktien						
von Versicherungsunternehmen	1968	135 533	3,9	24 517	16,3	18,1
	1969	143 376	3,6	36 280	19,0	25,3
von Kreditinstituten	1968	731 932	20,9	14 401	9,6	2,0
	1969	843 980	20,9	15 410	8,0	1,8
von sonstigen Aktiengesellschaften	1968	2 627 888	15,2	111 422	74,1	4,2
	1969	3 042 671	15,5	139 791	73,2	4,6
Aktien insgesamt	1968	3 495 353	96,3	150 340	92,1	4,3
	1969	4 030 027	93,8	191 481	93,9	4,8
darunter: von herrschenden Gesellschaften	1968	45 500	1,3	—	—	—
	1969	51 911	1,3	—	—	—
eigene Aktien	1968	2 277	0,1	—	—	—
	1969	59	0,0	—	—	—
2. Investmentzertifikate	1968	116 652	3,2	12 163	7,4	10,4
	1969	245 769	5,7	11 604	5,7	4,7
3. Sonstige Wertpapiere	1968	17 298	0,5	793	0,5	4,5
	1969	22 947	0,5	885	0,4	3,9
Ubrige Wertpapiere insgesamt	1968	3 629 303	22,4	163 295	17,0	4,5
	1969	4 298 743	24,1	203 970	14,3	4,7
III Alle Wertpapiere						
	1968	16 207 485	100	961 140	100	5,9
	1969	18 600 499	100	1 426 292	100	7,7

Anmerkung: Zusammengestellt aus den Angaben der Lebens-, Rück- und der größeren Kranken- und Schaden- und Unfall-VU. Endgültiges Ergebnis.

Ähnliche Anlagevorschriften wie für den Deckungsstock der Vertragsversicherungen gelten im großen und ganzen auch für das Rücklagevermögen der Sozialversicherungen (§ 26 RVO), wobei mündelsichere Werte, also auch Papiere öffentlicher Schuldner, und Grundstücke im Vordergrund stehen. Der für das Debt Management bedeutende Unterschied zwischen der Sozial- und der Vertragsversicherung besteht aber darin, daß es eine für die Anlagemöglichkeiten des Rücklagevermögens der Sozialversicherungen gültige "Generalklausel", wie für den Deckungsstock der Vertragsversicherungen, nicht gibt. So darf die Ermächtigung an den Bundesarbeitsminister, die Anlage von Mitteln der Sozialversicherungen auch in anderen Aktiva zu gestatten, nur mit der Einschränkung verstanden werden, daß eine langfristige Anlage in den von § 26 RVO vorgeschriebenen Werten noch nicht gefunden wurde.⁵⁴⁾ Es handelt sich also um eine sehr viel einschränkende Bestimmung als die Ermächtigung an das Bundesaufsichtsamt, für den Deckungsstock der Vertragsversicherungen andere Anlagen als in § 68 VAG zu erlauben. Damit entfällt für die Sozialversicherungen die Möglichkeit, Schuldscheindarlehen an die Industrie zu geben und Aktien zu erwerben.

Die Schuldscheindarlehen der Sozialversicherungsträger werden Anstalten, Körperschaften oder sonstigen Institutionen des öffentlichen Rechts gewährt. Privatwirtschaftliche Unternehmen erhalten von ihnen Direktdarlehen nur bei gleichzeitigen Bürgschaftsleistungen öffentlich rechtlicher Körperschaften oder Kreditinstitute oder gegen Verpfändung mündelsicherer Wertpapiere.

Ein gutes Beispiel dafür, daß es der Notenbank zumindest gelegentlich gelingt, auch die Sozialversicherungen in

54) L. Arps: Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1745

Offenmarktoperationen einzubeziehen, ist der Ankauf von Mobilisierungspapieren durch die Renten- und Arbeitslosenversicherungen. Im dritten Quartal 1960 erhöhten diese Institute aufgrund einer Bereitschaftserklärung ihre Bestände an Mobilisierungspapieren um etwa 300 Millionen DM. Bis zum Jahresende kauften sie für mehr als eine halbe Milliarde hinzu. Ende 1960 verfügten sie damit bereits über einen Bestand von Mobilisierungspapieren von fast 850 Millionen DM.⁵⁵⁾

Schließlich besteht (theoretisch) die Möglichkeit, auch gewerbliche Unternehmen in die liquiditätspolitisch orientierte Veränderung der Gläubigerstruktur einzubeziehen. Verkauft z. B. die Notenbank Staatspapiere - gleich welcher Laufzeit - an Unternehmen, dann wird verhindert, daß sich deren überschüssige Liquidität im Bankensektor ansammelt. Eine nachhaltige Liquiditätsverknappung im Unternehmenssektor ist damit aber nicht erreicht, da Staatspapiere von den Unternehmen nicht als ständige Rentabilitätsquelle betrachtet werden, d. h. nicht um der Anlage willen, sondern nur als sekundärliquiditätsreserve gehalten werden.

Besonders zu beachten sind die doppelt auftretenden Liquiditätswirkungen bei Transaktionen zwischen den Nichtbanken und der Notenbank: zahlt der Kunde einer Bank ein bei der Notenbank gekauftes Wertpapier über sein laufendes Konto oder sein Sparkonto, dann wird die Bank das Konto ihres Kunden mit dem Kaufpreis belasten und ihr eigenes Konto bei der Landeszentralbank erkennen (Bilanzverkürzung). Die unmittelbare Liquiditätswirkung besteht also darin, daß sich nicht nur die Liquidität des Kunden (Giralgeld), sondern auch die der Bank verschlechtert

55) Weitere Möglichkeiten bietet das sog. "Stabilitätsgesetz", siehe hier-zu weiter unten Punkt 3.

(durch den Verlust an Zentralbankgeld) hat und damit die des gesamten Bankensektors. Dabei muß aber berücksichtigt werden, daß die Bank nur noch einen den gesunkenen Einlagen entsprechend geringeren Zentralbankgeldbetrag für Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität bereithalten muß. Verkauft im umgekehrten Fall eine Nichtbank Papiere an die Notenbank, dann vermehrt sich nicht nur die Primärliquidität der Nichtbanken, sondern auch die der kontoführenden Bank,⁵⁶⁾ soweit und solange der Bank Zentralbankgeld zufließt. Sie kann nach Abzug der gestiegenen Anforderungen an die Mindestreserven und die betriebsnotwendige Liquidität über den verbleibenden Liquiditätszufluß solange verfügen, bis der Kunde über sein Guthaben in bar oder durch Überweisung auf Konten bei anderen Banken verfügt. Nimmt er nur eine Überweisung vor (an Kunden anderer Banken), dann verliert zwar seine Bank Zentralbankgeld; der Zentralbankgeldbestand des gesamten Bankensektors bleibt dagegen unverändert.

Liquiditätswirkungen im Bankensektor treten nicht ein, wenn die Notenbank selbst für den Erwerber bzw. Veräußerer im Nichtbankensektor ein Konto führt, also kein Zahlungsinstitut zwischengeschaltet wird; dann kann sich primär auch nur die Liquidität dieses einen Wirtschaftssubjektes ändern; die Liquidität der Bundesbank ist in diesem Zusammenhang nicht von Interesse, da diese im wirtschaftspolitischen Sinn autonom manipulierbar ist.

Die bisher getrennt beschriebenen Vorgänge, nämlich Offenerkoperationen mit den Banken einerseits und den Nichtbanken andererseits, können auch gleichzeitig stattfinden oder nach einem Zeitplan auf bestimmte Liquiditätswirkungen vorausberechnet sein. Haben z. B. die Banken

56) R. A. Musgrave: Debt Management and Inflation, a.a.O., S. 27
s. auch E. Schneider, a.a.O., Band III, S. 72

auf ein günstiges Angebot der Notenbank nicht in dem gewünschten Umfang reagiert, kann durch den Verkauf von Staatspapieren an die Nichtbanken ein weiterer Abfluß von Zentralbankgeld stattfinden.

3. Historische Entwicklung und praktische Möglichkeiten • der Offenmarktpolitik in den Vereinigten Staaten und Deutschland

3.1 Vereinigte Staaten

Die jüngere Wirtschaftsgeschichte der Vereinigten Staaten zeigt die Schwierigkeiten, ein theoretisch richtiges Konzept ^{der} in der wirtschaftspolitischen Praxis durchzuführen. Hier ergibt sich sehr häufig ein Konflikt zwischen den liquiditätspolitisch notwendigen Maßnahmen einerseits und den fiskalischen Zielsetzungen andererseits.

Die geringe Bedeutung der Diskontpolitik in den USA und das große Volumen an öffentlichen Geldmarktpapieren hat die Offenmarktpolitik dort zum Hauptinstrument der Liquiditätssteuerung werden lassen.⁵⁷⁾

Eigentlich hatte man bei der Gründung des Reservebankensystems dem Diskontsatz die Hauptrolle in der Geldpolitik zugesprochen. Stattdessen entwickelte sich die Offenmarktpolitik zu deren Hauptinstrument. "The gradual evolution of openmarket operations as an instrument of control represents a significant chapter in the financial history. There is good evidence, that the founders of the Federal Reserve System and its early officials did not understand the powers of these transactions in the money market..."⁵⁸⁾

57) Zwischen dem Anwachsen der Staatsschuld in den USA und England in den beiden Weltkriegen und dem Vordringen der Offenmarktpolitik in diesen Ländern sieht Veit einen ursächlichen Zusammenhang (O. Veit: Grundriß der Währungspolitik, 3. Auflage Frankfurt/M., 1969, S. 278).

58) W.G.Woodworth, a.a.O., S. 250

Zu größerer Bedeutung gelangte die Offenmarktpolitik im Jahre 1922. Der Federal Reserve Act von 1913 hatte in Sektion 14 den Reservebanken das Recht gegeben, u. a. Staatspapiere (obligations of the United States) am offenen Markt anzukaufen und zu verkaufen. Dennoch wurde von dieser Möglichkeit in den ersten Jahren nach dem Federal Reserve Act in nur unbedeutendem Maße von einigen Reservebanken Gebrauch gemacht, die - je nach ihren eigenen Beständen - auf regionalen Märkten eingriffen, ohne ihre Maßnahmen zu koordinieren.

Das änderte sich im Mai 1922, als die Reservebanken dazu übergingen, die Offenmarktpolitik zentraler zu handhaben. So konstituierte sich im Mai 1922 das "Committee on Centralised Execution of Purchases and Sales of Government Securities", das die offenmarktpolitischen Beschlüsse der einzelnen Reservebanken auszuführen hatte, um so störenden Effekten (aus unkoordinierten Maßnahmen einzelner Reservebanken) am Staatspapiermarkt zu begegnen.⁵⁹⁾ 1923 kam es zur Gründung des "Federal Open Market Investment Committee", das es sich zur Aufgabe machte, An- und Verkäufe der überregionalen Kreditsituation anzupassen; die Federal Reserve Banks sollten dem Board Vorschläge zu Offenmarktoperationen unterbreiten. Wenn der Board diesen Vorschlägen auch weitgehend folgte, so behielten die Reservebanken sich doch f o r m e l l für den einzelnen Fall zunächst das Recht vor, selbst darüber zu entscheiden, ob sie den Beschlüssen des Boarads folgen sollten

59) Von Hedtkamp wird die Auffassung vertreten, daß bei einem föderativen Aufbau der Reservebanken "... das System durch institutionelle Vorkehrungen für gemeinsame Entscheidungsgremien und durch Koordinationsregeln ergänzt werden (muß, der Verf.)", was sich bei marktwirtschaftlich orientierten Volkswirtschaften aus den Erfordernissen der Währungspolitik ergibt. (G. Hedtkamp: Geldverfassung und Wirtschaftssysteme, a.a.O., S. 338). Als ein Beispiel hierfür kann die Gründung des oben erwähnten "Committees" angesehen werden.

oder nicht. Erst mit dem Banking Act von 1935⁶⁰⁾ wurde das Offenmarktkomitee bei seinen Operationen von den Reserverebanken unabhängig.⁶¹⁾

Mit dem Eintritt der Vereinigten Staaten in den zweiten Weltkrieg im Jahre 1941 und auch noch in den Nachkriegsjahren zeigte sich ein deutlicher Konflikt zwischen den Zielen einer konjunkturgerechten Offenmarktpolitik und den Interessen des Schatzamtes, das den finanziellen Anforderungen der Aufrüstung Rechnung tragen mußte. Belief sich die Staatsschuld 1940 noch auf 48 Milliarden Dollar, so stieg sie im Laufe der Kriegsjahre bis 1945 auf 278 Milliarden Dollar.⁶²⁾ Die Politik des Federal Reserve Systems hat in dieser Zeit dem Streben der Wirtschaft und dem des Staates nach erhöhter Liquidität grundsätzlich nachgegeben,⁶³⁾ indem das Federal Open Market Committee in den Sitzungen vom 8. Dezember 1941 und 30. April 1942 beschloß, eine sehr niedrige Zinsstruktur für öffentliche Anleihen zu fixieren und zu festgelegten Sätzen (zwischen $3/8\%$ und $2\frac{1}{2}\%$) jedes Angebot aus dem Markt zu nehmen (pegging).⁶⁴⁾ Durch "... die Bereitschaft zur Übernahme aller Arten von Papieren ... (durch den Federal Reserve, der Verf.) ... stellten die Titel unabhängig von ihrer formalen Laufzeit gleichsam verzinsliche 'latente' Zentralbankguthaben dar (Monetisierung der Staatsschuld)."⁶⁵⁾

Nach 1945 war der Übergang von einer fiskalischen Orientierung der Offenmarktpolitik in den Kriegsjahren zu einer konjunkturgerechten Offenmarktpolitik im Frieden noch keineswegs vollzogen. Von einem allgemein steigenden Zins-

60) R. Nowak, a.a.O., S. 163

61) Vgl. hierzu die Ausführungen von W. McC. Martin Jr., Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System, in: Joint Committee on the Economic Report, Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Part I, United States Government Printing Office, Washington 1952, SS. 279-282. Martin ist in diesem Aufsatz im einzelnen auf die Geschichte der Offenmarktpolitik in den Vereinigten Staaten eingegangen.

62) R. Nowak, a.a.O., S. 102

63) G. L. Prather, a.a.O., S. 415 ff.

64) R. Nowak, a.a.O., S. 102

65) R. Nowak, a.a.O., S. 163

niveau, das der zu hohen Liquidität in der Wirtschaft angemessen gewesen wäre, befürchtete man einen Kursverfall der marktgängigen Staatsschuld, so daß dem Federal Reserve System zunächst keine andere Möglichkeit blieb, als mit den bisherigen Maßnahmen der Kursstützung fortzufahren. Der Board of Governors of the Federal Reserve System hat sein konjunkturpolitisches Unvermögen in der damaligen Zeit mit den folgenden Worten ausgedrückt: "At present the country's central banking mechanism lacks appropriate means ... to restrain unnecessary creation of bank credit through continued acquisition of government or other securities by the commercial banks."⁶⁶⁾ Vor allem befürchtet man, daß eine merkliche Kurseinbuße öffentlicher Schudtitel eine schwerwiegende Vertrauensschädigung des öffentlichen Kredites zur Folge haben könnte.⁶⁷⁾

Die Erfahrungen aus den Kriegs- und Nachkriegsjahren hatten gezeigt, daß sich das Federal Reserve System in eine zu große Abhängigkeit zum Schatzamt brachte, als es versuchte, mit langfristigen Staatspapieren Offenmarktpolitik zu betreiben.⁶⁸⁾ Zwar war das Federal Reserve System seit 1951 seiner Verpflichtungen, den Anleihemarkt zu stützen, entbunden; sobald aber langfristige Papiere für die Offenmarktpolitik verwendet wurden, sah es sich veranlaßt, hierdurch ausgelöste Kursschwankungen durch Kurspflege-maßnahmen wieder zu glätten, was dem ursprünglichen, vor allem konjunkturpolitischen Anliegen widersprach. Diese schlechten Erfahrungen führten zu der sog. "bills only" - Theorie, d. h. das Federal Reserve System entschloß sich 1953, künftig nur noch kurzfristige Papiere (Schatzwechsel) in die Offenmarktpolitik einzubeziehen, was bis 1960

66) Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System, 1945, S. 3

67) T. E. Beard: Debt Management: Its Relationship to Monetary Policy, a.a.O., S. 62

68) Vgl. D. Fand und I. O. Scott Jr.: The Federal Reserve System "Bills Only" Policy: A Suggested Interpretation, Journal of Business of the University of Chicago, Januar 1958, S. 16

beibehalten wurde.⁶⁹⁾ Verteidigt wurde die bills only-Theorie mit dem Hinweis auf die Unabhängigkeit des Federal Reserve Systems vom Schatzamt bei der Ausführung von Offenmarktoperationen.⁷⁰⁾ Zwar wurde diese Theorie 1961 offiziell wieder aufgegeben;⁷¹⁾ trotzdem blieb es bei einer nur geringen Verwendung langfristiger Papiere.⁷²⁾

Noch lange nach dem Kriege konzentrierte sich die Geldpolitik darauf, der öffentlichen Schuld in allen Fälligkeitsbereichen einen hohen Liquiditätsgrad zu geben.⁷³⁾ Dies änderte sich erst 1951, als in dem sog. "Treasury Federal Reserve Accord" das Federal Reserve System seiner Verpflichtungen, den Markt für Staatspapiere zu stützen, generell entbunden wurde, so daß die Basis einer auf wirtschaftliche Stabilität und Vollbeschäftigung gerichteten Geldpolitik seit etwa 1952 wieder geschaffen zu sein schien.⁷⁴⁾

Dennoch zeigte sich nach Inkrafttreten des "Accord", daß eine umfangreiche Staatsschuld, die sich zum größten Teil in den Händen der Banken befindet, destabilisierende Wirkungen auf den Markt für öffentliche Anleihen haben kann: das Verhalten der Commercial Banks wurde nun für die Kursentwicklung öffentlicher Anleihen zum dominierenden Faktor, was besonders im Verlauf der Konjunkturzyklen spürbar wurde. In Zeiten eines allgemeinen Nachlassens der ökonomischen Aktivität kauften die Banken in Ermangelung anderer Anlagemöglichkeiten Papiere in großem Maße, was die Kurse in unerwünscht schnellem Tempo wachsen ließ, während sie im konjunkturellen Aufschwung ihre Bestände so schnell wie möglich abbauten, um die plötzlich auftau-

69) R. Nowak, a.a.O., S. 164

70) D. Fand, I. O. Scott, a.a.O., S. 16

71) R. Nowak, a.a.O., S. 165

72) R. Nowak, a.a.O., S. 130

73) Zur historischen Entwicklung der Offenmarktpolitik in den USA vgl. auch den Aufsatz von J. H. Kareken: Monetary Policy and the Public Debt; an Appraisal of Post War Developments in the USA, Kyclos, Vol. X, 1957, SS. 401-425.

74) C. Prather, a.a.O., S. 420.

chende Kreditnachfrage befriedigen zu können, was die Kurse wieder genau so schnell fallen ließ.⁷⁵⁾ Gerade dieses konzentrierte Vorgehen des größten Investors der öffentlichen Schuld hat die Stabilität des US-Anleihemarktes empfindlich gestört.

Um solche störenden Effekte nach Möglichkeit auszuschalten, werden die Beschlüsse des Federal Open Market Committee, die für alle Reservebanken bindend sind, von einer Sonderabteilung der Federal Reserve Bank von New York, dem sog. "trading desk" ausgeführt. Diese Abteilung trägt außerdem alle Informationen über den jeweiligen Stand der Bankreserven und die allgemeine Geldmarktsituation zusammen, aufgrund derer das Federal Open Market Committee seine Beschlüsse faßt,⁷⁶⁾ das etwa alle drei Wochen zusammentritt, um über die allgemeine wirtschaftliche Entwicklung zu beraten und geeignete Offenmarktoperationen zu beschließen. Um die Ausführung der Offenmarktpolitik zu erleichtern, sind die Bestände der Reservebanken an Offenmarktpapieren im "System Open Market Account" in New York zusammengefaßt. Zur Verwendung dieser Bestände gibt das Committee dem Open Market Account Manager genaue Anweisungen (operating directives), d. h. es werden Richtlinien über die Höhe der Bankreserven und über die Situation des Geldmarktes ausgearbeitet, ohne dabei auch exakte Dollarbeträge und Zeitpunkte für An- und Verkäufe festzulegen, da diese den sich täglich ändernden Marktbedingungen angepaßt werden müssen. Da der Manager allein ständigen Kontakt mit dem Markt hat und ihm stets die neuesten Informationen z. B. über den Stand der Bankreserven und die Geldmarktkonditionen vorliegen, ist er bevoll-

75) R. H. Parks: Portfolio Operations of Commercial Banks and the Level of Treasury Security Prices, The Journal of Finance, Vol. XIV 1959, S. 52

C. R. Wittlesey: Central Bank Policy in the Light of Recent American Experience, Weltwirtschaftliches Archiv, Band 78, 1957, I, S. 41

76) R. V. Roosa: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market, The Federal Reserve Bank of New York, July 1956, S. 52

mächtigt, über Größe und Zeitpunkt der Offenmarktoperationen, die zur Ausführung dieser Instruktionen erforderlich sind, selbst zu entscheiden.⁷⁷⁾

Seit 1925 steht das Federal Reserve System mit einer Vielzahl von selbständigen Händlern (dealers) in ständiger Verbindung, um die ihnen zugewiesenen Aufgaben besser erfüllen zu können.⁷⁸⁾ Ihre auf hoher Markttransparenz begründete Tätigkeit besteht darin, potentielle Käufer und Verkäufer von Papieren zusammenzuführen und so Angebot und Nachfrage bestmöglichst auszugleichen,⁷⁹⁾ wobei die Geschäftsbanken die bedeutendsten Partner dieser Händler sind.⁸⁰⁾ Die Händler halten jedoch selbst häufig ein Portefeuille an Offenmarktpapieren, um ggf. auch für eigene Rechnung handeln zu können, wenn einem Kundenauftrag kein entsprechendes Angebot bzw. keine entsprechende Nachfrage gegenübersteht.⁸¹⁾ Durch derartige Händlertransaktionen, die gelegentlich auf der Grundlage von Bankkrediten stehen,⁸²⁾ können Angebots- und Nachfragetrends vorwegge-

77) Zu den technischen Einzelheiten der Offenmarktoperationen in den Vereinigten Staaten siehe P. M. Keir: The Open Market Policy Process, Federal Reserve Bulletin, Oktober 1963, insbesondere SS. 1361-1368. Wieder abgedruckt in: Money and Finance, Readings in the Theory, Policy and Institutions, hrg. D. Carson, New York, London, Sidney, 1966, SS. 230 ff. Ferner R. V. Roosa: Money and Finance... (im gleichen Band wie oben) Transactions for the System Open Market Account, SS. 244 ff.

78) R. Nowak, a.a.O., SS. 128
Die Umsätze über die Börse haben in den USA kaum noch Bedeutung; von ihnen abgesehen, konzentriert sich der gesamte Handel mit US-Government securities bei den Händlern.

79) R. V. Roosa: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market, a.a.O., S. 34

80) R. Nowak, a.a.O., S. 130

81) R. A. Young, C. A. Yager: The Economics of Bills Only Preferability, in: The Quarterly Journal of Economics, 74, 1960:3, SS. 347, 348

82) R. A. Young, C. A. Yager, a.a.O., S. 343

Zu unterscheiden sind:

- (a) direkte Kredite von den Commercial Banks durch Beleihung von Staatspapierbeständen (collaterated loans)
- (b) Verkauf von Staatspapieren durch die Händler an die Banken mit der Auflage, sie zu vorher vereinbarten

nommen und Fluktuationen ausgeglichen werden, was die Händler zu einem stabilisierenden Faktor am Wertpapiermarkt werden läßt,⁸³⁾ auch wenn ihr Ziel nicht die Stabilisierung des Marktes, sondern die Gewinnmaximierung ist.

In ihrer Funktion als Vermittler bilden die Händler also das eigentliche Zentrum des US-Wertpapiermarktes, wobei sie untereinander in scharfer Konkurrenz stehen.⁸⁴⁾ Um die Ausführungen ihrer Transaktionen technisch zu vereinfachen, unterhalten die führenden Händlerfirmen neben ihren örtlichen Niederlassungen Bureaus in der New Yorker City, wo sie ihre Geschäfte an dem sog. "over the counter market" telefonisch abwickeln.⁸⁵⁾ An diesen zentralen Stellen konzentriert sich ein wesentlicher Teil der für den Staatskredit verfügbaren Kapitalbeträge.⁸⁶⁾

Bei ihren Offenmarktoperationen braucht sich die Federal Reserve Bank von New York nur in diesen hoch organisierten Händlermarkt einzuschalten,⁸⁷⁾ indem sie selbst zur Kontrahentin der Händler wird. Das hat den großen Vorteil, daß sich die Federal Reserve Bank nicht selbst direkt um Anbieter bzw. Nachfrager ihrer Papiere zu bemühen braucht und durch Offenmarktoperationen ausgelöste Kursschwankungen durch die Händler (u. U. durch deren Selbsteintritt) geglättet werden.⁸⁸⁾

Bedingungen zurückkaufen zu können (purchasing agreement). Vgl. P. Hadrys, a.a.O., S. 72

83) R. A. Young, C. A. Yager, a.a.O., S. 348

84) R. A. Young, C. A. Yager, a.a.O., S. 344

R. V. Roosa: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market, a.a.O., S. 34

85) R. V. Roosa: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market, a.a.O., S. 36

Vgl. auch Treasury Federal Reserve Study on the Government Securities Market, Washington, July 1959, S. 76 ff

86) R. V. Roosa: Integrating Debt Management and Open Market Operations, in: The American Economic Review, Vol. XLII, May 1952, No. 2, S. 217; "... the over - the - counter - market brings together all potentially available funds into a single pool." u. P. Hadrys, a.a.O., S. 28, 70

87) R. V. Roosa: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market, a.a.O., S. 36

Aufgrund ihrer detaillierten Marktkenntnisse leisten die Händler nicht nur dem US-Schatzamt im Falle einer Neuverschuldung oder Umverschuldung, sondern auch dem Federal Reserve System bei Offenmarktoperationen mit Titeln der schon bestehenden Staatsschuld bedeutende Distributionsdienste. Da sie im eigenen Namen und für eigene Rechnung nach außen hin auftraten, ist dem Publikum zumindest formell die Absicht des Open Market Committee nicht bekannt, so daß Offenmarktoperationen als solche nicht immer erkennbar sind und meist geräuschlos verlaufen.⁸⁹⁾

Um sicherzugehen, daß die Banken bei Offenmarktoperationen direkt angesprochen werden, kann der Händlermarkt auch umgangen werden. Auf Anordnung des Committee kann sich das "trading desk" der Federal Reserve Bank von New York direkt in den Geldmarktpapierhandel der Banken untereinander einschalten, indem es den Mitgliedsbanken "Geld"- oder "Briefsätze" anbietet, um auf diesem Weg die Liquiditätssituation des Bankensektors zu verändern.⁹⁰⁾ Diese direkten Transaktionen empfehlen sich aber wegen der oben genannten besonderen Vorteile, die der Händlermarkt bietet, nicht immer.

88) Vgl. Treasury Federal Reserve Study on the Government Securities Market, a.a.O., S. 76
Die marktglättende Funktion der Händler zeigt sich auch bei anderen Gelegenheiten; so z. B. dann, wenn die Banken ihre Reservepositionen von sich aus durch den An- oder Verkauf von Wertpapieren berichtigen, was in großen Maße bei Steuerzahlungs- und Dividendenzahlungsterminen der Fall ist.

89) E. Stadermann, a.a.O., S. 50

90) M. Lipfert, a.a.O., S. 75

3.2 Deutschland

Die erste größere Offenmarktoperation in Deutschland zur Beeinflussung des Geldmarktes führte die Deutsche Reichsbank im Februar 1901 durch, nachdem das Reich seit September 1900 Schatzanweisungen in größeren Beträgen bei der Reichsbank untergebracht hatte. Betrug der Schatzwechselfbestand der Reichsbank Anfang 1901 noch 85 Mill. RM, so wuchs er bis Ende 1901 auf 123 Mill. RM an. In den folgenden Jahren vor dem ersten Weltkrieg erreichten diese Bestände bis zu 500 Mill. RM.⁹¹⁾ Trotzdem reichten diese auf lange Sicht nicht aus, den Geldmarkt wirksam zu beeinflussen, so daß von einer Offenmarktpolitik in nennenswertem Umfang in dieser Zeit noch nicht gesprochen werden kann.

In einer ähnlichen Situation befand sich die Deutsche Reichsbank, als Mitte 1926 ein starker Aufschwung in der deutschen Wirtschaft einsetzte, der sowohl von industriellen Investitionen, dem zum Teil subventionierten Wohnungsbau und auch durch Investitionen der öffentlichen Hand, insbesondere der Kommunen getragen wurde. Alle diese Investitionen wurden zum größten Teil durch Auslandskredite finanziert, die weniger zum Kauf von Gütern im Ausland verwendet wurden, als vielmehr in Reichsmark für Ausgaben im Inland transferiert wurden. Der Zustrom der Auslandskredite nach Deutschland machte nicht nur die inländischen Kreditnehmer vom deutschen Bankensystem und vom deutschen Kapitalmarkt unabhängiger, sondern die Verwendung der Auslandskredite für Ausgaben im Inland sowie die von den deutschen Banken direkt aufgenommenen Auslandskredite erhöhten die Liquidität des Bankensektors und machten ihn von der Geldpolitik der Reichsbank unabhängiger.⁹²⁾

91) O. Veit; Grundriß der Währungspolitik, a.a.O., S. 276, 510 (Fußnote dort)

92) Vgl. E. Dürr: Wirkungsanalyse der monetären Konjunkturpolitik, Frankfurt am Main 1966, S. 125, 126, 130

In dieser Situation fehlten der Reichsbank geeignete Papiere für eine restriktive Offenmarktpolitik. Deshalb veranlaßte die Reichsbank Ende 1926 die Golddiskontbank zur Ausgabe von Solawechseln. Da die hierdurch dem Markt entzogenen liquiden Mittel jedoch der Rentenbankkreditanstalt zur Verfügung gestellt und nicht bei der Reichsbank thesauriert wurden, blieb diese Maßnahme ohne Wirkung auf die Liquidität der Banken.

In der Novelle zum Bankgesetz vom 27. 10. 1933 wurde der Reichsbank gestattet, außer kurzfristigen auch langfristige festverzinsliche und zum amtlichen Börsenhandel zugelassene reichsbanklombardfähige Papiere zu kaufen und sie in die bankmäßige Notendeckung einzurechnen (§ 21 Ziff. 4), wovon die Reichsbank aber nur im ersten Halbjahr nach Inkrafttreten der Novelle Gebrauch machte. Der durch diese Offenmarktkäufe entstandene Liquiditätszufluß wurde aber zum Teil dadurch kompensiert, daß die Banken mit dem ihnen zugeflossenen Zentralbankgeld ihre Rediskontkontingente abbauten.⁹³⁾

Im Gegensatz zu den Vereinigten Staaten kann die Veränderung des Diskontsatzes durch die Notenbank zur Zeit noch als das wichtigste Instrument der Geldpolitik in der Bundesrepublik bezeichnet werden, das durch andere Instrumente der Geldpolitik nur ergänzt wird. So hat die Offenmarktpolitik noch keine überragende Bedeutung.

Nach dem Gesetz über die Bank Deutscher Länder (Akt II, Ziff. 14 b und c) war diese befugt, Bundesschatzwechsel sowie Bundesschuldverschreibungen und Bundesschuldbuchforderungen am offenen Markt zu kaufen und zu verkaufen.⁹⁴⁾

93) E. Dürr: Wirkungsanalyse ... a.a.O., S. 234 f.

94) "Offenmarktpolitik", Banklexikon, Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen, 2. Auflage 1959, Sp. 885

Im Mai 1955 setzte die Bank Deutscher Länder erstmalig die Offenmarktpolitik in größerem Umfang ein, um Zentralbankgeld abzuschöpfen. Da sie aber keinen für die Offenmarktpolitik geeigneten Wertpapierbestand hatte, wurde ihr vom Bundesminister für Finanzen das Recht zugestanden, bis zum Betrage von zwei Milliarden Mark Ausgleichsforderungen gegen den Bund in Schatzwechsel oder unverzinsliche Schatzanweisungen mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren umzutauschen und diese am offenen Markt zu verkaufen.⁹⁵⁾

Die Deutsche Bundesbank verwendet für ihre Offenmarktoperationen hauptsächlich kurzfristige Geldmarktpapiere, d. h. Schatzwechsel des Bundes und der Bundesbahn mit Laufzeiten von 30 - 60 Tagen und 60 - 90 Tagen sowie Vorratsstellenwechsel (60 - 90 Tage). Für Offenmarktoperationen kommen aber auch unverzinsliche Schatzanweisungen des Bundes, der Bundesbahn und der Bundespost in Betracht, die zu den mittelfristigen öffentlichen Papieren zählen und Laufzeiten von 6, 12, 18 und 24 Monaten haben. Mit Privatkonten und anderen Bankakzepten betreibt die Bundesbank keine Offenmarktgeschäfte.⁹⁶⁾

Trotz dieser zahlreichen Kategorien von Schuldtiteln, die das Bundesbankgesetz (§ 21) für Offenmarktoperationen zuläßt, ist ihre Menge durch die - im Vergleich zu den Vereinigten Staaten - nicht sehr hohe Staatsverschuldung gering. So ist zu erklären, daß auch in der Bundesrepublik die Offenmarktpolitik mehr ein Ergänzungsinstrument zur Diskontpolitik ist. Diese Funktion nimmt die Offenmarktpolitik besonders dann wahr, wenn der Marktzins nicht in vollem Umfang durch den Diskontsatz determiniert wird,

95) E. Dürr, a.a.O., S. 145

96) Vgl. H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt/M. 1962, S. 100, 105, 313 und O. Veit: Grundriß der Währungspolitik, a.a.O., S. 279

die Diskontpolitik also den Marktzins nicht mehr nachhaltig fixieren kann.⁹⁷⁾

Um dem währungspolitischen Instrument der Offenmarktpolitik in der Zukunft mehr Effizienz zu geben, wurde die Mobilisierungsaktion von 1955 (Mobilisierung von Ausgleichsforderungen)⁹⁸⁾ durch den § 29 des Gesetzes zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft ergänzt.

Nach dieser Vorschrift wurde das Gesetz über die Deutsche Bundesbank von 1957 um den § 42 a ergänzt, demzufolge auf Verlangen der Bundesbank "Liquiditätspapiere" bis zu weiteren 8 Milliarden DM von der Bundesregierung begeben und der Bundesbank ausgehändigt werden müssen, wenn die Mobilisierungspapiere voll im Markt untergebracht sind. Aus diesen Liquiditätspapieren erhält der Bund keine zusätzliche Liquidität; vielmehr wird der Gegenwert der der Bundesbank ausgehändigten Liquiditätspapiere einem Sonderkonto bei der Bundesbank gutgeschrieben, das nur zur Einlösung fälliger oder von der Bundesbank vor Fälligkeit angekaufter Geldmarktpapiere belastet werden darf.⁹⁹⁾

Da die Geschäftsbanken in der Bundesrepublik hauptsächlich an Geldmarktpapieren interessiert sind, vollziehen sich die Transaktionen zwischen ihnen und der Bundesbank vorwiegend im kurzfristigen Bereich. Zur Liquiditätssteuerung des Bankensektors ist die Bundesbank vom Gesetz zwar auf den Geldmarkt verwiesen; das bedeutet aber nicht,

-
- 97) A. Forstmann: Geld und Kredit II, Anwendung der Geld- und Kredittheorie, Grundriß der Sozialwissenschaft 3/II, Göttingen 1952, S. 661
Die Zusammenhänge zwischen dem Diskontsatz und den Geldmarktsätzen und die sich daraus ergebenden Konsequenzen für den Einsatz der Offenmarktpolitik haben wir im Zinsinstrument dargestellt.
- 98) Vgl. hierzu weiter unten unter Punkt B IV "Veränderungen der Übertragbarkeitsgrade der verschiedenen Formen der Staatsschuld."
- 99) Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft, Kommentar, Hrg. Alex Möller, Bearbeitet von: Ch. Böckenförde, O.-E. Geske, J. Glückert, C. Noé, M. Schüler, Hannover, 1968, S. 247 ff.

daß sie nicht auch langfristige Titel zu Offenmarktoperationen verwenden kann. Das Gesetz gestattet der Bundesbank, "zur Regelung des Geldmarktes" neben Geldmarktpapieren auch Schuldverschreibungen der Bundesregierung anzukaufen und zu verkaufen.¹⁰⁰⁾

Zwar verleiht gerade die Zentralbankfähigkeit der Geldmarktpapiere den Liquiditätsdispositionen der Banken eine gewisse Sicherheit; das Zinsinstrument kann aber (durch die Rücknahmesätze) so eingesetzt werden, daß die Rückgabe dieser Papiere an die Notenbank vor ihrer Fälligkeit mit Verlusten für die Banken verbunden ist.

Die Notwendigkeit, die Offenmarktpolitik in der Bundesrepublik zukünftig in besonderem Maße zu geldpolitischen Maßnahmen heranzuziehen, ergibt sich aus der Tatsache, daß seit dem 1. April 1967 alle Kreditinstitute in der Bundesrepublik die Bedingungen, zu denen sie Kredite gewähren und Einlagen hereinnehmen, frei mit ihrer Kundschaft vereinbaren können und dabei nicht mehr an die sog. Zinsverordnungen gebunden sind:¹⁰¹⁾

100) § 21 Ziff. 3 BBG

101) Aufgrund der Ermächtigung des § 23, Abs. I KWG von 1962 wurde 1965 eine Zinsverordnung vom Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen erlassen. Sie fixierte für die geregelten Sollzinsen (entsprechend der bisherigen Praxis) eine automatisch wirkende Bindung an den Diskontsatz durch Höchstsätze in Form von Zuschlägen zum jeweiligen Diskontsatz der Deutschen Bundesbank. Die geregelten Habenzinsen legte die Zinsverordnung durch unabhängige Höchstsätze fest. Seit diese Zinsverordnung am 1. 4. 1967 aufgehoben wurde, gibt es weder staatliche noch private Regelungen der Konditionen im Kreditgewerbe (vgl. B. Schramm: "Konditionen im Bankgewerbe", Enzyklopädisches Lexikon Band II, a.a.O., S. 985 f.) Zu einem Zinsabkommen der Spitzenverbände des Kreditwesens war es erstmals 1932 gekommen (Habenzinsabkommen und Sollzinsabkommen), was im Reichsgesetz über das Kreditwesen (1934) verankert wurde. Das Habenzinsabkommen (in der Fassung von 1943) und das Sollzinsabkommen (in der Fassung von 1940) waren bis Februar 1965 in Kraft. Sie galten nach dem Kriege als Anordnungen der Aufsichtsbehörden der Bundesländer fort, bis 1962 das Bundesgesetz über das Kreditwesen in

Die Diskontsenkung im Februar 1967 (auf 4 %) gab der Bundesbank und der Bundesaufsichtsbehörde Anlaß zu der Überlegung, ob man die Habenzinssätze den durch den niedrigen Diskontsatz ebenfalls gesunkenen Höchstzinssätzen anpassen oder ob man die staatliche Zinsregelung überhaupt ganz fallen lassen sollte. Obwohl sich die Mehrzahl der Spitzenverbände der Kreditinstitute gegen eine Zinsliberalisierung aussprach,¹⁰²⁾ entschloß sich die Bankenaufsichtsbehörde, die Zinsfixierung aufzugeben, da eine "zementierte" Zinsstruktur auf die Dauer nicht den "echten", d. h. den Markadäquaten Zinsen entsprechen könne, was sich aus den zahlreichen "legalen Umgehungen" der Zinsverordnung gezeigt hatte.¹⁰³⁾

Die Wirkungen der Diskontpolitik werden dadurch jedoch weiter begrenzt, da nun durch das Fehlen der Zinsverordnung wichtige Soll- und Habenzinsen nicht mehr automatisch an den Diskontsatz gebunden sind. Dieser Verlust unmittelbarer Einflußmöglichkeiten auf die Zinssätze im Bankensystem macht eine direkte Liquiditätssteuerung im Bankensektor durch die Notenbank notwendig, wozu die Offenmarktpolitik das geeignete Mittel ist. Offenbar sollen aber nicht nur der Kreditsektor, sondern auch die Nichtbanken in die Offenmarktpolitik einbezogen werden. In der Hochkonjunktur könnte dann auch außerhalb des Bankensektors der Habenzins beeinflusst werden,¹⁰⁴⁾ indem z. B. Konzernverwaltungen, Versicherungen oder sonstigen Unternehmungen kurzfristige Papiere angeboten werden. Würde die Bundes-

Kraft trat, das (u. a. in § 62 Abs. 1) bestimmte, daß die bestehenden alten Rechtsvorschriften und die aufgrund der bisherigen Rechtsvorschriften ergangenen Anordnungen aufrechterhalten bleiben, soweit ihnen nicht Bestimmungen des Bundes-KWG entgegenstehen.

102) Vgl. Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank für das Jahr 1966, S. 104

103) Siehe hierzu den Artikel "Die Bundesbank zur Zinsliberalisierung", Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1967, Heft 9, S. 369

104) Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1967, Heft 17, S. 993

bank die Offenmarktpolitik generell auf den Nichtbanken-sektor ausdehnen wollen, also z. B. auch auf die Haushalte, dann müßten den Anlagegewohnheiten dieses erweiterten Gläubigerkreises entsprechend auch langfristige Papiere von der Bundesbank gehandelt werden.¹⁰⁵⁾ Bei einer so breit ansetzenden Offenmarktpolitik würde sich aber der direkte Einfluß der Notenbank nicht mehr auf den Geldmarkt beschränken, sondern auch den Kapitalmarkt einbeziehen, was nach dem Bundesbankgesetz aber nicht gewollt ist.

Dennoch ist in § 30, Absatz 1 des schon erwähnten "Stabilitätsgesetzes" ein Ansatz zur erweiterten Offenmarktpolitik gegeben.¹⁰⁶⁾ Nach dieser Vorschrift wurde die Reichsversicherungsordnung (§ 27 g) dahingehend ergänzt, daß nunmehr die Bundesregierung ermächtigt ist, durch Rechtsverordnung zu bestimmen, daß die Träger der Rentenversicherungen der Arbeiter Mittel bis zu einem bestimmten Höchstbetrag¹⁰⁷⁾ in Mobilisierungspapieren und Liquiditätspapieren anzulegen haben, wenn dies die Bundesbank zur Wahrung der Währungsstabilität vorschlägt und die Zahlungsfähigkeit der Versicherer dadurch nicht beeinträchtigt wird.¹⁰⁸⁾

Während sich die Bundesbank bei Offenmarktoperationen mit Kreditinstituten jederzeit in den Geldmarkt als Marktpartner einschalten kann, kann sie den Arbeiterrentenversicherungen gegenüber eine solche (direkte) Initiative nicht allein ergreifen, da sie mit diesen Institutionen nur auf der Grundlage einer Rechtsverordnung der Bundesregierung kontrahieren kann, während sie selbst nur ein Vorschlagsrecht hat.

105) O. Veit: Grundriß der Währungspolitik, a.a.O., S. 282

106) Vgl. dazu Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft, Kommentar, a.a.O., S. 253 ff

107) Bis zu höchstens 60 % des durchschnittlichen monatlichen Auszahlungsbedarfs der Rentenversicherungsträger für das vorangegangene Kalenderjahr. Die erworbenen Papiere sind von der Bundesbank marktgerecht zu verzinsen.

108) Treten Liquiditätsengpässe bei den Arbeiterrentenversicherungen später auf, muß die Bundesbank die Papiere vor Fälligkeit wieder zurücknehmen (§ 30, Absatz 1, Ziff. 2 Stabilitätsgesetz)

Andererseits kann aber auch die Bundesregierung nicht aus eigener Initiative eine entsprechende Rechtsverordnung erlassen, sondern sie kann erst nach einem entsprechenden Vorschlag der Bundesbank tätig werden, wobei die Bundesbank erst die Träger der Arbeiterrentenversicherung hören muß, so daß ihr und nicht der Bundesbank die Beurteilung der Finanzsituation bzw. der Liquiditätslage der Arbeiterrentenversicherungen überlassen ist.¹⁰⁹⁾

Kommt ein solcher Erlaß der Bundesregierung auf Wunsch der Bundesbank zustande, dann ist damit zugleich ein zusätzliches Instrument zur Steuerung der Bankenliquidität gegeben:¹¹⁰⁾ Die Arbeiterrentenversicherungen unterhalten überwiegend bei den Kreditinstituten zur Sicherung ihrer jederzeitigen Zahlungsbereitschaft über ihren monatlichen Auszahlungsbedarf hinaus weitere liquide Mittel in Größenordnungen von einer bis zu zwei Monatsausgaben (Betriebsmittelreserven), auf die nur gelegentlich zum Ausgleich von Schwankungen zwischen den monatlich eingehenden Beiträgen und Bundeszuschüssen einerseits und den Ausgaben andererseits zurückgegriffen wird. Kaufen daher die Arbeiterrentenversicherungen Mobilisierungs- oder Liquiditätspapiere, dann wird damit zugleich dem Bankensektor Zentralbankgeld entzogen. Das Kreditpotential der Banken erhöht sich wieder, wenn die Verordnung aufgehoben wird oder ausläuft.

109) Die Mehrheit des sozialpolitischen Ausschusses im Bundestag zog ein Anhörungsrecht der Selbstverwaltungsorgane der Arbeiterrentenversicherungsträger bei der Bundesregierung dem Anhörungsrecht bei der Bundesbank vor, weil die Arbeiterrentenversicherungen auch nicht mittelbar von der Beurteilung einer Stelle abhängig gemacht werden sollten, die keiner parlamentarischen Kontrolle unterliegt (vgl. Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft, Kommentar, a.a.O., S. 255)

110) Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft, Kommentar, a.a.O., SS. 257 f.

Unter entsprechenden Bedingungen wie den Trägern der Arterrentenversicherungen kann gem. § 30, Abschnitt 2 des Stabilitätsgesetzes der Bundesanstalt für Arbeitslosenvermittlung und Arbeitslosenversicherung zur Auflage gemacht werden, Mobilisierungs- und Liquiditätspapiere für eigene Rechnung zu erwerben.¹¹¹⁾

111) Die entsprechende Ergänzung im Gesetz über Arbeitslosenvermittlung und Arbeitslosenversicherung von 1957 ist der neu eingefügte § 166, Absatz 3 (vgl. Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Wirtschaft, Kommentar, a.a.O., S. 260 ff.) Die Verpflichtung zur Anlage in Mobilisierungs- und Liquiditätspapieren darf ein Drittel der Rücklagen nicht übersteigen.

III. Die Veränderungen der Laufzeitstruktur

Während die ältere Lehre vom Debt Management die konjunkturelle Lage nicht berücksichtigte und im Rahmen einer "soliden Haushaltsfinanzierung" für eine Fundierung der Staatsschuld zum frühest möglichen Zeitpunkt eintrat¹⁾, geht die neuere Lehre vom Debt Management davon aus, daß die Struktur der Laufzeit der öffentlichen Schuld nach Gesichtspunkten der wirtschaftlichen Stabilität auszuwählen sei.²⁾

Dem liegt die Überlegung zugrunde, daß die kurzfristige marktgängige Staatsschuld zu den sog. "near-moneys" gehört, die langfristige Staatsschuld dagegen diese Eigenschaft wenigstens de jure nicht hat.³⁾ Wird also zwischen diesen beiden Schuldtypen die Zusammensetzung der Staatsschuld variiert, dann ändert sich i. d. R. die Liquiditätsversorgung der Wirtschaft etwa in dieser Relation. Manche Autoren wollen daher durch die Variation der Laufzeitstruktur der öffentlichen Schuld die allgemeine Geld- und Konjunkturpolitik unterstützen.⁴⁾

1) H. A. Wolf, a.a.O., S. 376

2) H. A. Wolf, a.a.O., S. 360. Vgl. auch B. U. Ratchford, a.a.O., S. 138, der z. B. in der Depression die Liquiditätsausstattung der Wirtschaftssubjekte verbessern will: "... an adequate supply of short term government obligations may provide the means of avoiding a compulsory reduction in the money supply in a depression." Vgl. auch H. C. Simons, On Debt Policy, a.a.O., S. 359

3) H. A. Wolf, a.a.O., S. 360

4) Vgl. hierzu:

H. C. Simons; On Debt Policy, a.a.O., SS. 356-361.
H. Stein; Managing the Federal Debt, a.a.O., S. 98.
R. L. Bunting; A Debt Management Proposal, The Southern Economic Journal, Vol. 25, Jan. 1959, Nr. 3, S. 340.
J. M. Culbertson; The Recent Policy Mix and its Implications, in: American Statistical Association, Proceedings of the Business and Economic Statistics Section, Washington, D.C., 20006, 1963, S. 364

Zu den mit Sekundärliquidität ausgestatteten Schuldtiteln zählen hauptsächlich die verbrieften kurzfristigen Formen der Staatsschuld, also Geldmarktpapiere und, entgegen der rein formal-technischen Betrachtung, auch lang- und mittelfristige Staatspapiere mit einer Restlaufzeit von nicht mehr als einem Jahr.⁵⁾ sowie ausgeloste Papiere. Da lang- und mittelfristige Papiere mit kurzer Restlaufzeit die gleichen Liquiditätseigenschaften haben, werden sie in den folgenden Ausführungen als "kurzfristig" zusammengefaßt. Danach ergeben sich drei Möglichkeiten, die Struktur der Laufzeit zu verändern:

- 1) Umtausch langfristiger, aber fällig werdender Staatsschuldtitel in neue ebenfalls langfristige Staatsschuldtitel.
- 2) Umtausch kurzfristiger und fällig werdender Staatsschuldtitel in neue langfristige Staatsschuldtitel.
- 3) Umtausch langfristiger und fällig werdender Staatsschuldtitel in neue kurzfristige Staatsschuldtitel.

Bei diesen Möglichkeiten, die Struktur der Laufzeit zu verändern, werden die unter Punkt III. beschriebenen Umtauschtechniken und Tilgungsmethoden alternativ angewendet. Es wird unterstellt, daß der fällig werdende Teil der Staatsschuld nicht endgültig zurückgezahlt, sondern in einer der drei Formen prolongiert wird.

5) Vgl. J. M. Culbertson: A Positive Debt Management Program, a.a.O., S. 92

1. Umtausch langfristiger fällig werdender Staatsschuldtitel in neue langfristige Staatsschuldtitel

Werden langfristige fällig werdende Staatsschuldtitel durch neue langfristige Staatsschuldtitel ersetzt, dann verlängert sich die durchschnittliche Restlaufzeit der gesamten Staatsschuld, während zugleich die Sekundärliquidität in der Wirtschaft vermindert wird.

Beginnt die Rückzahlung einer langfristigen Staatsschuld schon nach Ablauf des ersten Jahres (Tilgungsmethode A), könnte zunächst der Eindruck entstehen, daß die erste Tilgungsrate schon bei der Zeichnung einer Anleihe Sekundärliquidität darstelle. Ebenso könnte man bei Anwendung der Tilgungsmethode B annehmen, daß die erste Rate nach Ablauf der tilgungsfreien Jahre zur Sekundärliquidität zu rechnen sei. Wird aber der zur Rückzahlung anstehende Teil der Staatsschuld jeweils ausgelost, dann ist im voraus nicht bekannt, welche Stücke bzw. Serien innerhalb der kommenden Jahre fällig werden, d. h. erst mit der Auslosung zu Sekundärliquidität werden. Steht dagegen nur noch die letzte Tilgungsrate einer Staatsanleihe aus, kann für alle restlichen Schuldtitel im letzten Jahr ihrer Laufzeit von Sekundärliquidität gesprochen werden. Während bei der Tilgungsmethode A die Rückzahlungsbeträge auf die gesamte Laufzeit der Anleihe gleichmäßig verteilt sind, drängen sie sich bei der Tilgungsmethode B (bei gegebener Anleihegröße und Laufzeit) zeitlich mehr zusammen, so daß zu den Fälligkeitsterminen eine entsprechend größere Menge an Sekundärliquidität entstehen und abgebaut werden muß.

Da bei der Tilgungsmethode C nur ein Fälligkeitstermin für die gesamte Anleihe (ohne Auslosung) angesetzt wird, wird im letzten Jahr der Laufzeit ein im Vergleich zu den anderen Tilgungsmethoden sehr viel größerer Teil der Staatsschuld zu Sekundärliquidität.

Es kann generell unterstellt werden, daß die Besitzer der fällig werdenden Papiere nur zum Teil mit den Besitzern identisch sind, die diese Papiere während der Gesamtdauer ihrer Laufzeit gehalten haben. Es ist denkbar, daß die konjunkturbestimmte Gruppe (z. B. die Geschäftsbanken bzw. die Commercial Banks) die ausgelosten Stücke oder Serien ihres Sekundärliquiditätscharakters wegen von anderen Wirtschaftssubjekten, z. B. der trendbestimmten Gruppe erwerben, um sie als Liquiditätsreserve in ihr Portefeuille zu nehmen. "The maturing securities are held in large measure by short - term investors, who are not interested in purchasing long - term bonds."⁶⁾ Die Umtauschaktion kann mit den ursprünglichen Liquiditätsdispositionen der konjunkturbestimmten Gruppe (Geschäftsbanken bzw. Commercial Banks, Sparkassen und Girozentralen) kollidieren, wenn das premium-refunding angewendet wird; denn gerade diese Kreditinstitute werden ihr Wertpapierportefeuille so zusammensetzen, daß ihnen durch die Fälligkeitstermine der Papiere laufend Zentralbankgeld zufließt,⁷⁾ was zu sehr hohen attrition-rates führen kann. Zwar trägt in der Schuldenpraxis der Vereinigten Staaten die Rolle der Händler, die mit Bezugsrechten handeln, maßgeblich dazu bei, daß das premium-refunding mit möglichst niedrigen attrition-rates durchgeführt werden kann;⁸⁾ das führt aber im Sinne des antizyklischen Debt Management, wie noch zu zeigen ist, nicht auf direktem Weg zu kontraktiven Liquiditätswirkungen innerhalb der zur konjunkturbestimmten Gruppe gehörenden Kreditinstitute.

Kaufen die Geschäftsbanken Papiere mit kurzer Restlaufzeit von Nichtbanken, die ihre Kunden sind, dann erhalten diese Giralgeld. Zwar müssen die Geschäftsbanken dann mehr Zentralbankgeld für die betriebsnotwendige Liquidität und die Mindestreserven bereithalten, was aber nur einen Bruch-

6) T. R. Beard: Debt Management: Its Relationship to Monetary Policy, a.a.O., S. 73

7) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 180

8) P. Hadrys, a.a.O., S. 86

teil des Kaufpreises ausmacht. Gleichwohl ist die Geldschöpfungsmöglichkeit für den gesamten Geschäftsbankensektor um diesen Zentralbankgeldbestand entsprechend reduziert.

Würde der Staat die Papiere am Fälligkeitstage einlösen, statt neue Staatsschuldtitel zu begeben, dann würde den Geschäftsbanken mehr Zentralbankgeld zufließen, als sie zuvor an Zentralbankgeld durch den Kauf der fällig werdenden Papiere von ihren Kunden für erhöhte Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität bereitzuhalten hatten.

Werden nun die neuen langfristigen Staatsschuldtitel von der trendbestimmten Gruppe gezeichnet, obwohl sie von der konjunkturbestimmten Gruppe, insbesondere den Geschäftsbanken bzw. den Commercial Banks, ursprünglich gezeichnet werden sollten, dann ist damit noch nicht gesagt, daß die Umtauschaktion deshalb ein Mißerfolg ist: zwar erhalten nun die Banken tilgungsbedingte Liquidität in Zentralbankgeld (Aktivtausch); dieses wird ihnen aber wieder entzogen, sobald die Nichtbanken die neuen langfristigen Schuldtitel zeichnen und aus ihren Bankguthaben bezahlen, so daß das Kreditpotential nur insoweit ausgedehnt werden kann, als durch den Einlagenrückgang Zentralbankgeld aus Mindestreserven und betriebsnotwendiger Liquidität frei wird. Gelänge die beschriebene Umtauschaktion nicht, dann würde nicht nur den Nichtbanken Giralgeld zufließen, sondern auch den Banken Zentralbankgeld in Höhe des Tilgungsbetrages.⁹⁾

Die großen Schwierigkeiten, neue langfristige Staatsschuldtitel bei den Geschäftsbanken und Kreditinstituten mit ähnlichem Geschäftskreis unterzubringen, können eventuell durch eine sehr hohe Verzinsung überwunden werden.¹⁰⁾

9) Vgl. auch H.-D. Hessler, a.a.O., S. 119

10) Vgl. D. Carson: Federal Reserve Support of Treasury Refunding Operations, The Journal of Finance, Vol. XII March 1957, No. 1, S. 52

Das in Prosperität ohnehin schon sehr hohe Zinsniveau wird dann aber noch weiter in die Höhe getrieben.¹¹⁾ Das kann noch dadurch verstärkt werden, daß sich die Wirtschaftssubjekte in der Erwartung eines noch weiter steigenden Zinsniveaus¹²⁾ mit der Anlage ihrer Mittel in Staatspapieren zurückhalten. Eine solche Entwicklung kann wiederum zu sinkenden Kursen der noch nicht ausgelosten Stücke führen, besonders dann, wenn der größte Teil der Staatsanleihe noch nicht getilgt ist. Zwar wirken sinkende Kurse kontraktiv, da sie den Liquiditätsgrad der Papiere vermindern; doch können sie Unsicherheiten am Staatsanleihemarkt verursachen und damit spätere Umtauschaktionen gefährden. Werden die Tilgungsmethoden A und B angewendet, wird die Höhe des Kursverlustes zu einem bestimmten Zeitpunkt, bei gegebener Gesamtgröße der Anleihe und gegebener Höhe der einzelnen Tilgungsraten bzw. Anzahl der Tilgungstermine davon abhängen, welcher Zeitpunkt im Tilgungsplan erreicht ist: nach der ersten Auslosung ist die durchschnittliche Restlaufzeit der gesamten Anleihe noch recht hoch, so daß, bedingt durch die hohe Verzinsung der ersatzweise begebenen Staatsschuldtitel, mit einem entsprechend hohen Kursverlust bei den noch umlaufenden Stücken der (alten) Anleihe zu rechnen ist.

Kaufen die Geschäftsbanken die neue Emission ihrer außerordentlich günstigen Rendite wegen, dann besteht der besondere Vorteil des premium-refunding darin, daß ihnen durch Tilgung kein Zentralbankgeld zufließt, das sie zur Kreditschöpfung verwenden könnten. Es ist aber möglich, daß die Geschäftsbanken infolge großer Kreditnachfrage schon nach kurzer Zeit die Papiere wieder veräußern. Dabei ist aber zu berücksichtigen, daß den Banken, wenn sie an ihre eigenen Kunden verkaufen - die Notenbank wird in der geschilderten Situation kaum bereit sein, die Papiere den Banken abzunehmen - kein Zentralbankgeld zufließt, nur ein Teil ihres Zentralbankgeldbestandes wird durch sinkende Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität in dispositive Liquidität umgewandelt.

11) H. Stein: Managing the Federal Debt, a.a.O., S. 100

12) D. Carson, a.a.O., S. 52

Eine Liquiditätsverknappung im Geschäftsbankensektor wird zwar global gesehen durch eine Umtauschaktion nicht bewirkt, wenn, durch die Umtauschaktion bedingt, für bestimmte Typen von Kreditinstituten eine ihren Anlagepräferenzen entsprechende Korrektur ihrer Wertpapierbestände notwendig wird, also nur innerhalb des Bankensektors eine Verschiebung eintritt. So können z.B. die Commercial Banks durch Umtausch erworbene langfristige Staatspapiere (bzw. deren Bezugsrechte) an die Savings Banks, die Federal Home Loan Banks und die Savings and Loan Associations verkaufen, für die als langfristige Anlage solche Papiere eher geeignet sind.

Transaktionen zwischen Kreditinstituten führen jedoch i. d. R. zu Zentralbankgeldverschiebungen zwischen der trend- und der konjunkturbestimmten Gruppe und begünstigen die Kreditschöpfungsgrundlage der Commercial Banks, also letztlich den kurzfristigen Kredit, während der langfristige Kredit eingeschränkt wird.

auf Seite 164

Die Tabelle zeigt, daß die Bestände der Commercial Banks an Staatsschuldtiteln (Government Securities) mit Laufzeiten von 10 und mehr Jahren - bezogen auf das gesamte Staatspapier-portefeuille - die 2 %-Grenze nur gelegentlich überschreiten. Dagegen liegen die vergleichbaren Bestände bei den Savings Banks etwa bei 28 %, wobei aber die Schuldtitel mit über 20 Jahren liegenden Restlaufzeiten in den Beständen der Savings and Loan Associations eine rückläufige Tendenz von 13 % (1965) auf etwa 9,5 % (1968) zeigen.

Eine Umtauschaktion begegnet i. d. R. keinen besonderen marktbedingten Schwierigkeiten, wenn statt des premium - refunding das cash - refunding angewendet wird. Da der Staat sich in diesem Fall nicht auf die Gläubigergruppen festlegt, die die fälligen Staatspapiere zufällig besitzen, wird das cash - refunding weitgehend unabhängig von den Liquiditätspräferenzen der Wirtschaftssubjekte

Tabelle 2o:

APRIL 1971 - U.S. GOVERNMENT SECURITIES

OWNERSHIP OF MARKETABLE SECURITIES, BY MATURITY

(Par value, in millions of dollars)

Type of holder and date	Total	Within 1 year			1-5 years	5-10 years	10-20 years	Over 20 years
		Total	Bills	Other				
All holders:								
1968-Dec. 31	236,812	108,611	75,012	33,599	68,260	35,130	8,396	16,415
1969-Dec. 31	235,863	118,124	80,571	37,553	73,301	20,026	8,358	16,054
1970-Dec. 31	247,713	123,423	87,923	35,500	82,318	22,553	8,556	16,863
1971-Jan. 31	247,667	123,418	87,918	35,500	82,317	22,553	8,542	16,819
Feb. 28	248,092	115,334	89,303	26,231	86,011	27,197	8,529	10,821
U.S. Govt. agencies and trust funds:								
1968-Dec. 31	15,402	2,438	1,034	1,404	4,503	2,964	2,060	3,438
1969-Dec. 31	16,295	2,321	812	1,509	6,006	2,472	2,059	3,437
1970-Dec. 31	17,092	3,005	1,008	2,297	6,075	3,877	1,748	2,387
1971-Jan. 31	17,209	3,083	804	2,281	6,104	3,883	1,748	2,387
Feb. 28	17,101	2,672	804	1,868	6,028	4,266	1,748	2,387
Federal Reserve Banks:								
1968-Dec. 31	52,937	28,503	18,756	9,747	12,880	10,943	203	408
1969-Dec. 31	57,154	36,023	22,263	13,758	12,810	7,642	224	453
1970-Dec. 31	68,479	36,338	25,965	10,373	19,089	6,046	229	440
1971-Jan. 31	61,783	35,979	25,606	10,373	19,089	6,046	229	440
Feb. 28	62,462	32,441	25,800	6,641	23,356	5,875	290	500
Held by private investors:								
1968-Dec. 31	168,473	77,670	55,222	22,448	50,877	21,223	6,133	12,569
1969-Dec. 31	162,414	79,780	57,494	22,286	54,485	9,912	6,075	12,164
1970-Dec. 31	168,479	84,080	61,250	22,830	57,154	12,631	6,579	8,036
1971-Jan. 31	168,675	84,354	61,508	22,846	57,124	12,622	6,565	8,012
Feb. 28	168,529	80,421	62,699	17,722	56,627	17,056	6,491	7,934
Commercial banks:								
1968-Dec. 31	53,174	18,894	9,040	9,854	23,157	10,035	611	477
1969-Dec. 31	45,173	15,104	6,727	8,377	24,692	4,399	564	414
1970-Dec. 31	50,917	19,308	10,314	9,094	24,609	4,474	367	260
1971-Jan. 31	49,866	18,483	9,490	8,993	26,393	4,384	359	248
Feb. 28	49,051	16,100	9,373	6,727	25,890	6,483	354	224
Mutual savings banks:								
1968-Dec. 31	2,921	696	334	362	1,117	709	229	773
1969-Dec. 31	3,531	591	149	352	1,251	263	203	715
1970-Dec. 31	2,745	525	171	354	1,168	339	329	285
1971-Jan. 31	2,701	483	174	309	1,170	337	323	389
Feb. 28	2,818	462	205	257	1,151	487	335	383
Insurance companies:								
1968-Dec. 31	6,857	903	498	405	1,892	721	1,120	2,221
1969-Dec. 31	6,152	868	419	449	1,808	253	1,197	2,028
1970-Dec. 31	6,066	893	456	437	1,723	849	1,369	1,231
1971-Jan. 31	6,309	932	495	437	1,764	891	1,413	1,309
Feb. 28	6,271	812	415	397	1,570	981	1,628	1,278
Nonfinancial corporations:								
1968-Dec. 31	5,915	4,146	2,848	1,298	1,163	568	12	27
1969-Dec. 31	5,007	3,157	2,082	1,075	1,766	63	12	8
1970-Dec. 31	3,057	1,547	1,194	353	1,260	242	2	6
1971-Jan. 31	3,376	1,889	1,522	367	1,266	208	2	12
Feb. 28	2,909	1,474	1,266	208	1,210	216	3	6
Savings and loan associations:								
1968-Dec. 31	4,724	1,184	680	504	1,675	1,069	346	450
1969-Dec. 31	3,851	808	269	539	1,916	357	329	441
1970-Dec. 31	3,263	583	220	363	1,899	281	243	258
1971-Jan. 31	3,259	632	306	326	1,847	288	240	233
Feb. 28	3,385	624	341	283	1,816	468	224	253
State and local governments:								
1968-Dec. 31	13,426	5,323	4,231	1,092	2,347	805	1,404	3,546
1969-Dec. 31	13,909	6,416	5,200	1,216	2,853	524	1,225	2,893
1970-Dec. 31	11,204	5,184	3,803	1,381	2,458	774	1,191	1,598
1971-Jan. 31	11,282	5,360	4,086	1,274	2,443	788	1,158	1,524
Feb. 28	12,079	6,151	5,035	1,116	2,320	923	1,164	1,520
All others:								
1968-Dec. 31	80,853	46,524	37,591	8,933	19,526	7,316	2,411	5,075
1969-Dec. 31	85,391	52,926	42,648	10,278	20,199	4,051	2,545	5,665
1970-Dec. 31	91,227	56,140	45,092	11,048	22,037	5,672	3,078	4,298
1971-Jan. 31	91,882	56,375	45,435	11,140	22,241	5,726	3,060	4,277
Feb. 28	92,016	54,798	46,064	8,734	22,670	7,498	2,783	4,270

NOTE.—Direct public issues only. Based on Treasury Survey of Ownership.

Beginning with Dec. 1968, certain Govt.-sponsored but privately-owned agencies and certain Govt. deposit accounts have been removed from U.S. Govt. agencies and trust funds and added to "All others." Comparable data are not available for earlier periods.

Data complete for U.S. Govt. agencies and trust funds and F.R. Banks but for other groups are based on Treasury Survey data. Of total mar-

ketable issues held by groups, the proportion held on latest date by those reporting in the Survey and the number of owners surveyed were: (1) about 90 per cent by the 5,697 commercial banks, 490 mutual savings banks, and 744 insurance companies combined; (2) about 50 per cent by the 469 nonfinancial corporations and 488 savings and loan assns.; and (3) about 70 per cent by 503 State and local govts.

"All others," a residual, includes holdings of all those not reporting in the Treasury Survey, including investor groups not listed separately.

und damit der zufällig gegebenen Gläubigerstruktur vollzogen. Wenn deshalb die Umtauschaktion mit größeren Erfolgsaussichten, d. h. im Vergleich zum premium - refunding mit niedrigen attrition - rates durchgeführt werden kann und sich daher das cash - refunding aus fiskalischer Sicht einerseits als bequemes Umschuldungsinstrument erweist, so besteht sein Nachteil andererseits darin, daß der beabsichtigte liquiditätspolitische Effekt nicht immer erreicht wird.

So ergeben sich besonders günstige Liquiditätswirkungen für die Geschäftsbanken dann, wenn sie die fälligen Papiere von ihren eigenen Kunden mit Giralgeld kaufen, um diese Papiere dann bei der Tilgung in Zentralbankgeld einzutauschen. Wie ausgeführt verlieren sie jedoch dieses Zentralbankgeld aber wieder zum größten Teil, wenn die gleichen Kunden die neuen langfristigen Staatsschuldtitel kaufen.

Dagegen wird den Banken kein Zentralbankgeld entzogen, d. h. der tilgungsbedingte Zentralbankgeldzufluß bleibt ihnen erhalten, wenn ihre Kunden selbst bei der Notenbank Konten unterhalten, über die der Kauf der neuen Staatsschuldtitel abgerechnet wird. Im Ergebnis hat dann eine Zentralbankgeldverschiebung zwischen den Geschäftsbanken und ihren Kunden stattgefunden.

Besitzen die Nichtbanken fällige Papiere, zeichnen aber die Banken die Ersatzanleihe, dann verlieren die Banken durch diesen Vorgang Zentralbankgeld in Höhe des Zeichnungsbetrages. Andererseits fließt den Nichtbanken durch die Tilgung der fälligen Papiere Giralgeld zu, damit den Banken zugleich Zentralbankgeld, wovon aber durch steigende Einlagen Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität abzuziehen sind.

Um eine gegebene Gläubigerstruktur möglichst weitgehend zu erhalten, kann das advance - refunding angewendet wer-

den, dessen wesentlicher Vorteil im Vergleich zu den anderen beiden Umtauschverfahren darin besteht, daß die Umtauschaktion mit weniger nachteiligen Wirkungen auf den Staatspapiermarkt vollzogen werden kann. Zwar haben das advance - refunding und das premium - refunding gemeinsam, daß sich der ganze Umtauschvorgang durch Umschreiben der Bestände vollzieht¹³⁾. Abweichend vom premium - refunding besteht aber beim advance - refunding keine durch den Handel mit Bezugsrechten ausgelöste Liquiditätsumschichtung. Da das advance-refunding schon sehr zeitig eingeleitet wird, besteht sein besonderer Vorteil im Vergleich zu den anderen Umtauschverfahren darin, daß einerseits der Staat den Umtauschtermin noch zu einem Zeitpunkt selbst wählen kann,¹⁴⁾ wo die umzutauschenden Papiere das Stadium der Sekundärliquidität noch nicht erreicht haben und andererseits den Investoren genügend Zeit gegeben ist, ihre Liquiditätsdispositionen auf die neuen langfristigen Staatsschuldtitel einzustellen. Die Gläubigerstruktur bleibt weitgehend unverändert, da die Anleger ihre Papiere noch nicht an Wirtschaftssubjekte verkauft haben werden, die Papiere mit kurzer Restlaufzeit suchen¹⁵⁾, und beim advance-refunding darauf geachtet wird, den Anlagecharakter der neuen Papiere möglichst dem der vorzeitig zu kündigenden Papiere anzugleichen.¹⁶⁾

Das premium-refunding führt aber nur dann zu einer unveränderten Gläubigerstruktur, wenn der überwiegende Teil aller Wirtschaftssubjekte, der die fälligen Titel hält, auch die neuen Staatsschuldtitel übernimmt und darauf verzichtet, die Bezugsrechte bzw. Schuldtitel vorher zu verkaufen.

13) A. Nowak, a.a.O., S. 124

14) "The advance-refunding technique has enhanced the flexibility of Treasury Debt Management and increased the Treasury's ability to sell long-term bonds." (T. Beard: Debt Management: Its Relationship to Monetary Policy, a.a.O., S. 75)

15) W. G. Woodworth, a.a.O., S. 339

16) K. Nowak, a.a.O., S. 134

3. Umtausch kurzfristiger fällig werdender Staatsschuldtitel in neue langfristige Staatsschuldtitel

Werden kurzfristige in langfristige Schulden überführt, so spricht man von "Fundierung", deren gesetzliche Grundlagen sich für die Bundesrepublik in Artikel 115 des Grundgesetzes befinden. Während der Bund einen kurzfristigen (Kassen-) Kredit¹⁷⁾ im Rahmen eines Kreditplafonds aufnehmen kann, bedarf es zum Eingehen einer "fundierten" Schuld eines besonderen Bundesgesetzes.

Der Umtausch langfristiger und fällig werdender Papiere in neue langfristige Papiere verhindert den Zufluß von Primärliquidität zum Fälligkeitstermin. Geldmarktpapiere stellen dagegen ihrer Zentralbankfähigkeit wegen Sekundärliquidität während ihrer ganzen Laufzeit dar. Um so größer muß das Interesse der Geld- und Finanzpolitik an einer Fundierung der kurzfristigen Staatsschuld sein.¹⁸⁾

Werden Geldmarktpapiere in langfristige Papiere umgetauscht, dann entfallen die Tilgungsmethoden A und B, da kurzfristige Serien i. d. R. nur einmal fällig werden (Methode C), d. h. nicht in Raten getilgt werden.

Wird das premium - refunding angewendet, dann beschränkt sich die Umtauschaktion im wesentlichen auf den Bankensektor, wobei aber fraglich ist, ob die Umtauschaktion - besonders in der Hochkonjunktur - gelingt: vor allem kommt es darauf an, die Sekundärliquidität der Banken

17) Kassenkredite sollen einen vorübergehenden Mangel an Betriebsmitteln beheben, wenn die "ordentlichen Einnahmen" eines Haushaltsjahres die "ordentlichen Ausgaben" zwar decken, der verschiedene zeitliche Rhythmus im Eingang und Ausgang der Haushaltsmittel aber zu vorübergehenden Kassenlücken führt (vgl. HdSW V "Kassenkredit, öffentlicher", S. 562)

18) Die kurzfristige Staatsschuld soll hier der Einfachheit halber mit "Geldmarktpapieren" gleichgesetzt werden, da es nur um die prinzipielle Darstellung von Liquiditätswirkungen geht. Im Rahmen dieses Kapitels ist z.B. der von der Notenbank gewährte kurzfristige Buchkredit nicht von Interesse.

durch neue langfristige Schuldtitel abzubauen, um zu vermeiden, daß durch Tilgung bzw. Verkauf von Geldmarktpapieren an die Notenbank weitere Kreditschöpfung erfolgen kann. So können gerade die Geldmarktbestände der Commercial Banks in den USA - sie betragen etwa 33 % ihres gesamten Staatspapierportefeuilles - erhebliche Fluktuationen auslösen. Zwar weisen auch die Mutual Savings Banks und die Savings and Loan Associations beachtliche Bestände an Geldmarktpapieren auf (vgl. Tabelle 20, S. 164), da sie aber nicht, wie die Commercial Banks, zur konjunktur-, sondern zur trendbestimmten Gruppe gerechnet werden, kann grundsätzlich angenommen werden, daß sie eher dazu bereit sein werden, sich ihre Geldmarktpapiere in langfristige Staatsschuldtitel umtauschen zu lassen.

Die Geschäftsbanken bzw. Commercial Banks können vor der Umtauschaktion kurzfristige Papiere an die Notenbank verkaufen, was aufgrund der Zentralbankfähigkeit dieser Papiere jederzeit und ohne Rücksicht auf konjunkturelle Belange möglich ist, so daß dann ein von der Notenbank nicht erwünschter Zufluß von Zentralbankgeld zum Bankensektor einsetzt.

Eine Fundierung könnte aber durch das Zinsinstrument unterstützt werden: ein sehr ungünstiger Rücknahmesatz für die zum Umtausch vorgesehenen Geldmarktpapiere bis zu deren Fälligkeit könnte die Banken davon abhalten, die Papiere der Notenbank anzubieten; eine hohe Verzinsung der neuen langfristigen Schuldtitel könnte dagegen die Geschäftsbanken dazu veranlassen, bei Fälligkeit ihrer Bestände an Geldmarktpapieren diese nicht gegen Zentralbankgeld einzulösen, sondern stattdessen die neuen langfristigen Staatsschuldtitel zu zeichnen.

I. d. R. muß aber davon ausgegangen werden, daß eine Fundierung der Staatsschuld, insbesondere dann, wenn das cash-

refunding angewendet wird, zu tiefgreifenden Änderungen der Gläubigerstruktur führen kann, wenn die umzutauschenden Geldmarktpapiere hauptsächlich im Besitz der Banken sind.¹⁹⁾ Die kontraktiven Wirkungen, die auch bei den Geschäftsbanken eintreten können, wenn die trendbestimmte Gruppe die neuen Papiere übernimmt, wurden bereits beschrieben.²⁰⁾

3. Umtausch langfristiger fällig werdender Staatsschuldtitel in neue kurzfristige Staatsschuldtitel

Mit dem Umtausch langfristiger in kurzfristige Papiere (Geldmarktpapiere) werden expansive Wirkungen verfolgt²¹⁾, wobei die natürliche Sekundärliquidität der fälligen langfristigen Schuldtitel durch die künstliche Sekundärliquidität zentralbankfähiger Geldmarktpapiere ersetzt wird. Den Geschäftsbanken wird damit, soweit sie zum Umtausch vorgesehene langfristige Papiere im Portefeuille haben, ermöglicht, die ersatzweise ins Portefeuille genommenen Geldmarktpapiere sofort in Zentralbankgeld umzutauschen, statt den Fälligkeitstermin ihrer langfristigen Papiere abzuwarten.

Die Umtauschaktion wirkt auch liquiditätsausweitend, wenn die Geschäftsbanken die umzutauschenden langfristigen Papiere erst von ihren eigenen Kunden kaufen müssen, um sie dann bei der Notenbank gegen Geldmarktpapiere umzutauschen: während die Banken an ihre Kunden in Giralgeld zahlen, können sie sich nach der Umtauschaktion aufgrund

19) Nach Wolf ist es eine Folge der Fundierung, daß sich die öffentliche Schuld von den Banken zu den Individuen hin verlagert, d. h. von den Banken zu den Nichtbanken (vgl. H. Wolf, a.a.O., S. 361)

20) Speziell für den Fall der Fundierung vgl. E. Miller: Monetary Policy in a Changing World, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, 1956, S. 35

21) Vgl. hierzu Ausführungen von J. Tobin: An Essay on Principles of Debt Management, a.a.O., S. 167: "... substitution of short debt for long debt is expansionary..."

der Geldmarktpapiere Zentralbankgeld beschaffen. Solche Schuldoperationen können aber nur die liquiditätspolitischen Voraussetzungen für den Aufschwung schaffen; die Ursachen einer Depression können sie dagegen nicht beseitigen.

Beim cash - refunding erhöhen Tilgungszahlungen an die Nichtbanken normalerweise nicht nur den Giralgeldbestand der Nichtbanken, sondern auch den Zentralbankgeldbestand der Banken. Die Banken müssen aber einen Teil ihres Zentralbankgeldgewinnes für die gestiegenen Anforderungen an die Mindestreserven und die betriebsnotwendige Liquidität bereithalten. Das Zentralbankgeld wird ihnen wieder entzogen, wenn sie die neuen Geldmarktpapiere erwerben und die Gutschrift auf dem Notenbankkonto des Staates erfolgt, während die gestiegenen Anforderungen an die Mindestreserven und die betriebsnotwendige Liquidität weiterbestehen. Nach Abschluß der Umtauschaktion hat sich also die dispositive Liquidität des Bankensektors im Vergleich zu seiner dispositiven Liquidität vor der Umtauschaktion um den Zuwachs bei den Mindestreserven und der dispositiven Liquidität vermindert, was nicht der Fall wäre, wenn sie alle zum Umtausch vorgesehenen Papiere in ihren Beständen gehabt hätten. Dafür sind die Banken jederzeit in der Lage, sich aufgrund der neuen Geldmarktpapiere Zentralbankgeld zu beschaffen und ihr Kreditvolumen im Vergleich zu der Zeit vor der Umtauschaktion erheblich zu erweitern.

Beim premium- und beim cash-refunding wurde davon ausgegangen, daß langfristige f ä l l i g w e r d e n d e Papiere, also Papiere, die schon zur Sekundärliquidität gerechnet werden können, in Geldmarktpapiere und damit in eine andere Form der Sekundärliquidität umgetauscht wurden. Um die Sekundärliquidität in der Kreditwirtschaft zu verbessern, braucht aber der Staat nicht zu warten, bis dort befindliche langfristige Papiere fällig werden, indem das

advance-refunding angewendet wird. Zwar widerspricht es dem Charakter des advance-refunding, langfristige Papiere in Geldmarktpapiere umzutauschen, da gerade bei dieser Umtauschtechnik der Anlagecharakter der neuen Papiere dem der alten Papiere entsprechen soll. Man kann jedoch durchaus das advance-refunding auch zur Verkürzung der Laufzeit einsetzen, wenn es in der Depression angeraten scheint, mit nur niedrigem Liquiditätsgrad ausgestattete langfristige Papiere ohne Rücksicht auf ihre Fälligkeitstermine durch liquidere Formen der Staatsschuld, also kurzfristige Papiere zu ersetzen, auch wenn die langfristigen Papiere aufgrund ihrer Restlaufzeit noch nicht das Stadium der Sekundärliquidität erreicht haben.

Zum Abschluß ist noch kurz die Frage zu behandeln, wer die Struktur der Laufzeit verändern kann. Wird nur die Nettoschuld betrachtet, d. h. nur die im Publikum gehaltene Schuld (outstanding debt), dann kann die Notenbank durch An- und Verkauf von Titeln der einen oder anderen Laufzeit die Struktur der Laufzeit verändern. Da aber bisher nur von der Nettoschuld zuzüglich der von der Notenbank gehaltenen Schuld als Operationsbasis für alle Debt Management-Maßnahmen ausgegangen wurde, so ist festzuhalten, daß der von der Notenbank gehaltene Bestand nur von dem geändert werden kann, der die Papiere juristisch auszustatten befugt ist, d. h. vom Staat.²²⁾

Für die Notenbank besteht bestenfalls die Möglichkeit, den Staat zu veranlassen, eine bestimmte Laufzeitstruktur herbeizuführen, so z. B. schwebende Schulden zu fundieren, wenn diese stark angewachsen und liquiditätsverknappende Maßnahmen notwendig sind. Eine Verpflichtung für den Staat,

22) Vgl. M. Nadler: The Money Market and its Institutions, New York 1955, S. 189, der u. a. die Veränderung der Struktur der Laufzeit nur dem Staat bzw. dem Schatzamt zuschreibt.

solchen Anliegen der Notenbank nachzukommen, besteht aber weder in den Vereinigten Staaten noch in der Bundesrepublik Deutschland. Einen gewissen Einfluß kann die Deutsche Bundesbank nur insoweit ausüben, als gem. § 20, II BBG Anleihen, Schatzanweisungen und Schatzwechsel möglichst durch die Notenbank zu begeben sind oder zumindest im Be- nehmen mit dieser begeben werden sollten. Diese Vorschrift dürfte aber für einen wirkungsvollen Einfluß der Noten- bank im Rahmen des hier behandelten Debt Management-Instru- mentes kaum von Bedeutung sein.²³⁾

Hingewiesen sei aber nochmals auf die schon erwähnten "Liquiditätspapiere", die die Bundesbank vom Bund bis zur Höhe von 8 Milliarden erhalten kann, um die Liquidität der Kreditwirtschaft besser steuern zu können.²⁴⁾

23) Tröger bezeichnet den § 20, II BBG als eine "lex imperfecta", da der Bund im Konfliktfall mit der Noten- bank auch ohne deren Zustimmung seine Anleihenwünsche verwirklichen könnte (Vgl. H. Tröger: Haushaltspolitik und Notenbank, Finanzwissenschaft und Finanzpolitik, Hrg. F. Schäfer, Tübingen 1964, S. 317)

24) Vgl. hierzu Punkt B, II, 3.2 (Offenmarktpolitik in Deutschland)

IV. Die Veränderung der Übertragbarkeitsgrade der verschiedenen Formen der Staatsschuld

Die verschiedenen Übertragbarkeitsgrade bei öffentlichen Schuldformen ermöglichen dem Debt Management, die Liquiditätseigenschaften der Staatsschuld (objektive Liquidität) nach wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten zu verändern. Wenn z. B. ein marktgängiger Schuldtitel jederzeit über die Börse (Bundesrepublik) bzw. den Händlermarkt (Vereinigte Staaten) liquidiert werden kann, dagegen aber eine übertragbare aber nicht marktgängige Schuldform ein sehr viel schwerer liquidierbares Vermögensobjekt darstellt, dann muß eine Verschiebung innerhalb dieser beiden Übertragbarkeitsgrade bei gegebener Größe der Staatsschuld ceteris paribus Konsequenzen für die Liquiditätsversorgung der Staatsschuldgläubiger haben: sind kontraktive Wirkungen erwünscht, wird man versuchen, die wenig marktgängige öffentliche Schuld zu Lasten der Schuld mit höherer Marktgängigkeit auszudehnen; umgekehrt wird verfahren, wenn man auf expansive Wirkungen abzielt.¹⁾ So kann den Besitzern von Schatzscheinen, Savings Bonds und Buchschulden z. B. ermöglicht werden, ihre Titel in börsengängige Wertpapiere umzutauschen, die sich jederzeit in Primärliquidität umwandeln lassen.

1. Der langfristige Bereich

Es kann grundsätzlich davon ausgegangen werden, daß langfristige Staatsschuldtitel nicht zentralbankfähig sind²⁾, womit sich auch bei sonst expansiven Maßnahmen ihre Liquidierbarkeit auf den bereits in der Wirtschaft vorhandenen Zentralbankgeld- und Giralgeldbestand reduziert, soweit von einer Kurspflege durch den Staat oder die Notenbank abgesehen wird.

1) W. G. Woodworth, a.a.O., S. 322

2) s. Kapitel über die Liquidität

Die nach einer Verbesserung der objektiven Liquidität der Staatsschuld einsetzenden Liquiditätswirkungen hängen wesentlich von der sich dann verändernden Gläubigerstruktur ab. Für die Liquiditätswirkungen ist es dann wichtig zu unterscheiden, an wen die übertragbaren Papiere verkauft werden: verkaufen z. B. die Nichtbanken Papiere an die Geschäftsbanken, dann vergrößert sich i. d. R. der Giralgeldbestand der Nichtbanken, was aber zugleich zu höheren Mindestreserven und betriebsnotwendiger Liquidität bei den Banken führt. Der Zentralbankgeldbestand einzelner Banken kann sich anschließend verändern, wenn die Nichtbanken über ihre Konten in bar verfügen bzw. Kreditinstitute mit verschiedenen Anlagepräferenzen³⁾, die Staatsschuldtitel untereinander handeln und über ihre Konten bei der Notenbank abrechnen. Die Zentralbankgeldmenge vergrößert sich aber dann, wenn die Notenbank z. B. im Rahmen der Kurspflege langfristige Schuldtitel übernimmt.

Kontraktive Maßnahmen können auf größere Schwierigkeiten stoßen, da die Wirtschaftssubjekte in der Prosperität eher nach liquideren Schuldformen streben. Besonders die Geschäftsbanken und zum Teil auch die Sparkassen werden, wenn sie für den Umtausch in Frage kommende Staatspapiere besitzen, an Schuldformen mit geringer oder fehlender Übertragbarkeit kaum interessiert sein. Dagegen werden solche Papiere eher bei den Haushalten (z. B. Schatzscheine) und Institutionen wie Lebensversicherungsgesellschaften (z. B. Schuldoughforderungen) unterzubringen sein und von dort her die Ausdehnung der Giralgeldmenge und/oder der Zentralbankgeldmenge einschränken. In jedem Falle wird aber für die nur mit geringem Übertragbarkeitsgrad ausgestatteten Schuldformen ein höherer Zins aufzuwenden sein.⁴⁾

3) Vgl. Kapitel über die Veränderung der Gläubigerstruktur

4) R. V. Roosa: Integrating Debt Management and Open Market Operations, a.a.O., S. 224

Der Übertragbarkeitsgrad kann auch mit der Absicht verändert werden, nicht nur die objektive Liquidität der Staatsschuld in den Händen einer oder mehrerer Gläubigergruppen im Hinblick auf eine bestimmte momentan gegebene konjunkturelle Situation zu beeinflussen, sondern auch die Voraussetzung für eine effektivere Offenmarktpolitik der Notenbank zu schaffen. Ist der Anteil übertragbarer Schuldformen im Vergleich zur gesamten Staatsschuld klein, dann kann die Liquiditätswirkung der Offenmarktpolitik quantitativ dadurch verbessert werden, daß der Anteil der übertragbaren Schuld - bei sonst unveränderter Gesamtgröße der Staatsschuld - vergrößert und der Notenbank zur Verfügung gestellt wird.

"The very existence of an adequate volume of marketable Government securities ... gives the Federal Reserve a certain amount of flexibility in expanding or contracting the credit base whenever such action seems desirable"⁵⁾, was in besonderem Maße für die Verhältnisse in der Bundesrepublik gelten kann.

Ein praktisches Beispiel für den Versuch, die Offenmarktpolitik der Bundesbank durch ein größeres Volumen an Staatsschuldtiteln flexibler zu machen, ist die Mobilisierung von Ausgleichsforderungen.⁶⁾

5) W.Mc C.Martin: Joint Committee on the Economic Report, a.a.O., Part I, S. 132.

6) Diese Ausgleichsforderungen entstanden mit der Währungsumstellung von 1948, als die Kriegsschulden des Deutschen Reiches vollständig annulliert wurden, und dadurch die Banken ihren wichtigsten Aktivposten verloren (H. Jecht: Finanzwirtschaft, öffentliche (III), Finanzwirtschaft der Bundesrepublik Deutschland (Bund und Länder)", in: Handbuch der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Band III, S. 698).

Da aber auf der Passivseite die Verbindlichkeiten Kontokorrent- und Sparguthaben) in einem bestimmten Verhältnis auf die neue Währungseinheit umgestellt wurden, entstand nun eine Unterbilanz. Die Ausgleichsforderungen schlossen diese Lücke auf der Aktivseite und waren darüberhinaus so bemessen, daß auch noch ein Eigenkapital von 7,5 % der Verbindlichkeiten gedeckt wurde. Sol-

Die der Notenbank zugewiesenen ursprünglich schwer handelbaren Ausgleichsforderungen erlangten durch die Mobilisierung Marktgängigkeit.⁷⁾ Aufgrund des Gesetzes über die Bank Deutscher Länder Art. III, Ziff. 14.b und c war es der Notenbank dagegen nur gestattet, bestimmte Schuldtitel des Bundes am offenen Markt zu kaufen und zu verkaufen. Dazu gehörten die Ausgleichsforderungen nicht. Auch die Landeszentralbanken waren aufgrund des Landeszentralbankgesetzes § 13, Ziff. 2 und 3 befugt, öffentliche Schuldtitel am offenen Markt zu kaufen und zu verkaufen. Außer Schuldtiteln des Bundes durften sie solche der Länder und sonstiger öffentlicher Körperschaften sowie Pfandbriefe und Kommunalobligationen handeln, sofern diese Papiere zum amtlichen Börsenhandel zugelassen waren.⁸⁾

Da sich aber schon bald erwies, daß die zur Verfügung stehenden Schuldtitel für eine wirksame Offenmarktpolitik nicht ausreichten, kam es im Frühjahr 1955 zwischen dem Bundesfinanzminister und der Bank Deutscher Länder zu der Vereinbarung, daß sie ihre Ausgleichsforderungen bis zu einem Betrag von zwei Milliarden DM in Bundesschatzwechseln oder Bundesschatzanweisungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren umtauschen konnte, um diese Papiere für die Offenmarktpolitik verwenden zu können. Bei der Gründung der Bundesbank wurde eine entsprechende Rege-

che Ausgleichsforderungen erhielt auch die Bank Deutscher Länder zum Ausgleich ihrer Bilanz, die durch die verweigerte Umstellung der Reichsschulden ebenfalls einen Passivüberschuß aufwies. Während 1948 die Ausgleichsforderungen in Relation zur Bilanzsumme der Kreditinstitute gesehen noch sehr hoch war, sind sie heute - ebenfalls in Relation zur Bilanzsumme betrachtet - so stark zurückgegangen, daß sie fast bedeutungslos sind (Vgl. Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 24, 1968, S. 1150).

7) J. v. Spindler, W. Becker, O. E. Starke, a.a.O., S. 305

8) Vgl. hierzu Ausführungen im Banklexikon, 1963, a.a.O., Stichwort "Offenmarkt-Politik", Sp. 1096 f.

lung in das Bundesbankgesetz aufgenommen (§ 42).⁹⁾

Der Wortlaut des § 42 BBG verpflichtet den Bund, der Notenbank auf deren Verlangen Mobilisierungspapiere bis zu vier Milliarden DM zur Verfügung zu stellen. Die Bundesregierung kann auf Antrag der Bundesbank diesen Betrag bis zum Gesamtbetrag der Ausgleichsforderungen erhöhen.¹⁰⁾

9) § 42, Abs. 1 BBG lautet: "Der Bund als Schuldner der Deutschen Bundesbank nach den Vorschriften zur Neuordnung des Geldwesens zustehenden Ausgleichsforderungen hat der Bank auf Verlangen Schatzwechsel oder unverzinsliche Schatzanweisungen in einer Stückelung und Ausstattung nach ihrer Wahl (Mobilisierungspapiere) bis zum Höchstbetrag von vier Milliarden Deutsche Mark auszuhändigen. Die Bundesregierung kann auf Antrag der Bank den Höchstbetrag bis zum Nennbetrag der Ausgleichsforderung erhöhen."

10) Bis zum Inkrafttreten des Bundesbankgesetzes bestand das sog. Selbsteintrittsrecht des Bundes bei Mobilisierungspapieren. Wenn die Notenbank Mobilisierungspapiere am offenen Markt verkauft hatte, mußte sie dem Bund auf Verlangen die auf diesem Weg den Geldmarkt entnommenen Mittel anbieten. Solange dieses Selbsteintrittsrecht bestand, konnte eine mit Mobilisierungspapieren betriebene Offenmarktpolitik ihr Ziel nicht erreichen, da die stillgelegten Mittel als Staatsausgaben wieder aktiv wurden. Seit Inkrafttreten des Bundesbankgesetzes besteht das Selbsteintrittsrecht nicht mehr. Stattdessen hat der Bundestag die Erwartung ausgesprochen, daß die Bundesregierung die Erhöhung des für die Mobilisierung der Ausgleichsforderungen angesetzten Höchstbetrages beschließt, wenn die währungspolitische Lage es erfordert und sie vor allem nicht von Bedingungen abhängig gemacht wird (J. v. Spindler, W. Becker, O. E. Starke, a.a.O., S. 305). Der Betrag wurde inzwischen auf die volle Höhe (8,1 Milliarden DM) erhöht, zuletzt im Juni 1958 (Banklexikon, a.a.O., 1959, Sp. 885). Den Bedenken des damaligen Bundesfinanzministers, daß die Bundesbank durch restriktive Offenmarktoperationen den Geldmarkt abschöpfen und für den Bund unergiebig machen könnte, wurde mit der Erhöhung des Kreditpflandes des Staates bei der Notenbank entsprochen. Der Ausschluß für Geld und Kredit im Bundestag zog die Kreditgewährung der Notenbank an den Staat der Beschaffung von Zentralbankgeld durch das Selbsteintrittsrecht vor. Zur Kontroverse über die Vor- und Nachteile des Selbsteintrittsrechtes zwischen der Bank Deutscher Länder und dem Bundesfinanzminister vgl. P. O. Höchst: Offen-Markt-Politik und Staatskredit, dargestellt an dem Konflikt um die Frage des Selbsteintrittsrechtes des Bundes in die Mobilisierungspapiere der Deutschen Bundesbank, Diss. Köln 1959, insbesondere SS. 63 ff und 89 ff.

Gemäß § 42, Abs. III, Satz 2 BBG werden die Mobilisierungspapiere auf den in § 20, Abs. I, Nr. I BBG Buchstabe a festgelegten Kreditplafond für den kurzfristigen Bereich nicht angerechnet. Diese Regelung ist insofern verständlich, als die Mobilisierung der Ausgleichsforderungen nicht als Neuverschuldung im Sinne des § 20 BBG gelten kann. Vielmehr handelt es sich um Schulden, die schon bei der Gründung der Bundesrepublik durch teilweise Übernahme der Schulden des Reiches entstanden sind.¹¹⁾

Da der Zinssatz für Geldmarktpapiere meistens über dem für die Ausgleichsforderungen (3 %) liegt, könnten die Mobilisierungspapiere mit den übrigen Offenmarktpapieren nicht konkurrieren, wenn die Bundesbank nicht durch eigene Aufwendungen diese Zinsspanne ausgleichen würde.¹²⁾

Festzuhalten ist, daß der Anlaß der Mobilisierung keine bestimmte konjunkturelle Situation, sondern die Absicht war, die Offenmarktpolitik generell und nachhaltig, sei es für den Fall der Depression, sei es für den der Prosperität, besser auszustatten.

Außerdem können seit 1967 Staatspapiere durch das Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums der Deutschen Wirtschaft für die Offenmarktpolitik mobilisiert werden. Nach § 29 dieses Gesetzes müssen auf Verlangen der Bundesbank Liquiditätspapiere bis zu weiteren 8 Milliarden DM geschaffen und ausgehändigt werden, wenn die von den Ausgleichsforderungen stammenden Mobilisierungspapiere voll im Markt untergebracht sind, womit allein an Mobilisierungstiteln der Bundesbank rund 16 Milliarden DM für Offenmarktoperationen zur Verfügung stehen. Den Gegenwert

11) So erklären J. v. Spindler, W. Becker, O. E. Starke (a.a.O., SS. 305 f) den Sinn des § 42, Abs. III, Satz 2 damit, daß "materiell" ein Kredit an den Bund nicht vorliegt, sondern nur eine "technische Umwandlung" der Ausgleichsforderungen.

12) J. v. Spindler, W. Becker, O. E. Starke, a.a.O., S. 305

für begebene Liquiditätspapiere verbucht die Bundesbank auf einem Sonderkonto, das nur zur Einlösung fälliger oder von der Bundesbank vor Fälligkeit angekaufter Papiere verwendet werden darf, was einen Liquiditätszufluß aus diesen Papieren an den Bund verhindert.¹³⁾

In den Vereinigten Staaten können sich bei einer Veränderung der Laufzeitstruktur ähnliche Probleme ergeben wie in der Bundesrepublik. So können die unterschiedlichen Anlagepräferenzen der konjunktur- und der trendbestimmten Gruppe kontraktive Maßnahmen behindern: die konjunkturbestimmte Gruppe wird, wenn sie für den Umtausch in Frage kommende Papiere besitzt, an Schuldformen mit geringer oder fehlender Übertragbarkeit kaum interessiert sein. Dagegen werden Titel mit geringer oder fehlender Übertragbarkeit in den Vereinigten Staaten vorwiegend von Investoren akzeptiert, die eine sichere Anlage mit relativ hoher Verzinsung suchen und nach Möglichkeit ein Kursrisiko nicht eingehen möchten.¹⁴⁾ "... one could expect the typical trend dominated ownership group to hold a rather sizable portion of its federal debt in the form of non marketable securities."¹⁵⁾ Gerade die trendbestimmte Gruppe hält den Hauptteil nicht übertragbarer Schuldtitel, insbesondere Savings Bonds.¹⁶⁾ Dagegen betrachten z. B. die "Business Concerns", "Financial Institutions" und Commercial Banks die Anlage in Staatspapieren als von vorübergehender Natur, d. h. sie wollen sich die Möglichkeit offen halten, ihre Bestände wieder zu verkaufen, sobald sich Anlagen mit besserer Verzinsung bieten.¹⁷⁾

13) O. Veit: Grundriß der Währungspolitik, a.a.O., S. 280

14) W. McC. Martin: Joint Committee on the Economic Report, a.a.O., S. 132

15) M. E. Levy, a.a.O., Part I, S. 86

16) Derselbe, S. 112

17) W. Mc. Martin: Joint Committee on the Economic Report, a.a.O., Part II, S. 890; "... the typical cyclical ownership group would be likely to hold mainly ... marketable debt..." (M. Levy, a.a.O., Part I, S. 86).

2. Der kurzfristige Bereich

Kurzfristige Staatspapiere (Geldmarktpapiere) sind in der Bundesrepublik und in den Vereinigten Staaten mit einem hohen Übertragbarkeitsgrad (Sekundärliquidität) ausgestattet. In den Vereinigten Staaten sind sie marktgängig, weil sie von den Banken untereinander gehandelt werden können. Wenn dies in der Bundesrepublik bisher nicht üblich ist, kommt ihnen dennoch durch die Ankaufozusage der Notenbank ein der Marktgängigkeit fast gleichgestellter Übertragbarkeitsgrad zu, der noch dadurch begünstigt wird, daß Geldmarktpapiere in Deutschland keinem und in den USA nur einem geringen Kursrisiko unterliegen. Sie können also eher als noch marktgängiger angesehen werden als langfristige festverzinsliche Papiere, die an der Börse gehandelt werden, was aber nur für den relativ kleinen Gläubigerkreis gelten kann, der solche Papiere besitzt. Bei vorzeitiger Rückgabe der Geldmarktpapiere an die Notenbank muß der Gläubiger nur einen Zinsverlust hinnehmen, während der Verkauf eines festverzinslichen langfristigen Papiers ggf. zur Realisierung eines größeren Kursverlustes führen kann.¹⁸⁾

Für das hier behandelte Instrument des Debt Management ist festzuhalten, daß es im kurzfristigen Bereich grundsätzlich kaum Schuldformen mit verschiedenen Übertragbarkeitsgraden gibt. Eine Ausnahme gilt für die Bundesrepublik Deutschland, wo es eine Form der kurzfristigen Staatsschuld gibt, die nicht übertragbar ist: gem. § 20, Abs. I, Ziff. 1 BBG können Kassenkredite an den Staat auch als Buchkredite (Kontokorrentkredite) gegeben werden. Solche nicht übertragbaren Kredite könnten im Zuge des Debt Management in übertragbare Schuldtitel überführt

18) Wenn von Savings Bonds abgesehen wird, die nicht mit einem Kursrisiko behaftet sind und vor Fälligkeit gegen Zinsverlust an den Schuldner zurückgegeben werden können.

werden. Läßt die Notenbank einen solchen Kredit z. B. in Schatzwechseln verbriefen, dann liegt ein ähnlicher Fall vor, wie bei der Mobilisierung von Ausgleichsforderungen, auf die im langfristigen Bereich eingegangen wurde.

Anders als in der Bundesrepublik Deutschland, wo der Bundesregierung Buchkredite der Notenbank zur Verfügung stehen, hat das Schatzamt der Vereinigten Staaten fast nur die Möglichkeit, seinen kurzfristigen Kreditbedarf über den Geldmarkt zu finanzieren, was hauptsächlich durch Schatzwechsel (Treasury bills) geschieht,¹⁹⁾ die zum größten Teil von den Commercial Banks über den Händlermarkt aufgenommen werden.

19) P. Hadrys, a.a.O., S. 29

V. Durch Kurspflege ausgelöste Liquiditätswirkungen

1. Die Kurspflege als Instrument des Debt Management

Betrachtet man die Kurspflege aus fiskalischer Sicht, dann besteht ihre Aufgabe im wesentlichen darin, größere Kursschwankungen nach Möglichkeit zu vermeiden und den Staatskredit zu pflegen. Unter diesem Aspekt darf die Kurspflege aber nicht so weit gehen, daß der Kurs außer Fühlung mit den freien Marktpreisen gerät, d. h. der angestrebte Kurs darf nicht so hoch angesetzt werden, daß dem Emittenten oder sonstigen kurspflegenden Stellen die ganze Anleihe zufließt; andererseits darf der Kurs nicht so niedrig angesetzt werden, daß Kreditschädigungen für den Staat entstehen. So kann die fiskalisch orientierte Kurspflege auf die Dauer nicht "gegen den Strom schwimmen", d. h. sie darf sich mit der allgemeinen Börsentendenz niemals für längere Zeit in Widerspruch setzen.¹⁾

Dies verhält sich anders, wenn die Kurspflege als ein Instrument des Debt Management verstanden wird: abgesehen davon, daß die erwähnten fiskalischen Aspekte nicht berücksichtigt werden, geht es allein darum, den Liquiditätsgrad (objektive Liquidität) der Staatsschuldtitel nach wirtschaftspolitischen Gesichtspunkten zu beeinflussen, was durch eine bewußte Änderung der Angebots/Nachfrage - Konstellation bei Staatsschuldtiteln von seiten der kurspflegenden Stellen geschieht. Im liquiditätspolitisch ausgerichteten Debt Management wird unterstellt, daß auf lange Sicht wertbeständige Staatsschuldtitel einen relativ hohen Grad an objektiver Liquidität haben, da sie ohne großes Verlustrisiko jederzeit veräußert werden können; würden dagegen die Kurse fallende Tendenz zeigen, können die Papiere nur unter Verlust veräußert werden, was ihren Liquiditätsgrad mindert.²⁾

1) "Kursregulierung", Enzyklopädisches Lexikon, Band II, a.a.O., S. 1093

2) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 177

Wird auf die Liquiditätseigenschaften von Staatsschuldtiteln durch Kurspflagemassnahmen Einfluß genommen, dann wird damit praktisch der Übertragbarkeitsgrad der betroffenen Papiere in besonderer Weise variiert. Im Gegensatz zum Instrument "Veränderung des Übertragbarkeitsgrades" handelt es sich bei der Kurspflege nicht um eine Variation der juristischen Gestaltung der Staatsschuld, sondern um eine Beeinflussung der Marktsituation, die den tatsächlichen Übertragbarkeitsgrad und damit den Liquiditätsgrad der Staatsschuld ändert. Insofern führen "Kurspflege" und "Veränderung der Übertragbarkeit" zu vergleichbaren Ergebnissen und können sich daher ergänzen. Begrifflich müssen sie aber streng voneinander getrennt werden. Die enge Verbindung beider Instrumente wird bei kontraktiv orientierten Debt Management sichtbar: wenn die Übertragbarkeit eines Teiles der staatlichen Schuld eingeschränkt oder aufgehoben wird, bezieht sich die Kurspflege nur noch auf einen verkleinerten Bestand an handelbaren Staatsschuldtiteln.³⁾

Bei Verlusten, die durch sinkende Kurse entstehen, ist aber zu berücksichtigen, daß diese nicht bei allen Besitzern von Staatsschuldtiteln gleich hoch sind: der tatsächlich entstandene Kursverlust - egal, ob er realisiert wird oder nicht - hängt auch davon ab, zu welchem Kurs die Staatsschuldtitel zuvor erworben wurden. Danach werden sich nach oben oder unten verändernde Kurse den objektiven Liquiditätsgrad der Bestände an Staatsschuldtiteln aller Wirtschaftssubjekte nicht in gleichem Maße ändern.

Im folgenden soll aber von der vereinfachenden Unterstellung ausgegangen werden, daß Kursänderungen den objektiven Liquiditätsgrad aller betroffenen Bestände an Staatsschuldtiteln generell in gleicher Weise treffen.

3) Vgl. R. V. Roosa: Integrating Debt Management and Open Market Operations, a.a.O., S. 223.

2. Verbesserung der objektiven Liquidität von Staats- schuldtiteln

Wird durch Interventionen am Markt ein bestimmter Kurs auf lange Sicht gehalten, so wird der Marktmechanismus zwar nicht außer Kraft gesetzt, jedoch seiner eigentlichen Funktion, Knappheiten anzuzeigen und eine optimale Allokation zu gewährleisten, enthoben. Staatsschuldtitel können dadurch zu einem wertfesten marktgängigen Bestandteil in den Aktiva der Wirtschaftssubjekte werden und damit auch in den Bankbilanzen, wo sie dann den Charakter der liquidesten Bilanzpositionen annehmen.⁴⁾

Damit erlangen festverzinsliche Papiere, die eigentlich nicht zum Kapitalmarkt zu rechnen sind, sog. "shiftability", d. h. durch die Ausschaltung des Kursrisikos. können die Wirtschaftssubjekte jederzeit auf die Veräußerbarkeit dieser Papiere zu einem festen Erlös rechnen. Erhält die Notenbank für längere Zeit die Kurspflege aufrecht, dann können im Ergebnis langfristige Papiere mit dem Liquiditätsgrad von Geldmarktpapieren gleichgestellt sein, die sich ebenfalls ohne Kursrisiko jederzeit in Zentralbankgeld überführen lassen.

Trotzdem können Staatsanleihen, für die über längere Zeiträume hinweg Kurspflege betrieben wird, nicht zur Sekundärliquidität im Sinne von Geldmarktpapieren gerechnet werden: Kurspflegemaßnahmen sind Interventionen der Notenbank, eines Bankenkonsortiums oder des Staates, die auf den Liquiditätsgrad eines Papiers nicht die gleiche Wirkung haben wie die Ankaufozusage der Notenbank für Geldmarktpapiere. Während der Notenbank präsentierte Geldmarktpapiere jederzeit angekauft werden, verleiht die Kurspflege Sekundärliquidität nur mit der Einschränkung, daß die Wirtschaftssubjekte nicht voraussehen können, ob, wann und wie lange die Kurspflegeoperationen betrieben

4) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 176 f

werden. Dieser Unsicherheitsfaktor verstärkt sich besonders dann, wenn diese Papiere in ungewohnt hohem Maße aus dem Markt genommen werden müssen und daher zu erwarten ist, daß die Kurspflege eventuell eingestellt werden könnte.

Wenn im Liquiditätskapitel festgestellt wurde, daß festverzinsliche börsengehandelte Papiere nur mit natürlicher Liquidität ausgestattet sind, so muß diese These für den Fall eingeschränkt werden, daß die für diese Papiere eingeleiteten Kurspflegemaßnahmen auf Dauer angelegt sind. Zur natürlichen Liquidität tritt nunmehr eine künstliche Liquidität, denn der Liquiditätsgrad des betreffenden Papiers wird jetzt nicht mehr allein durch seine Laufzeit oder Form bestimmt, sondern durch die künstlich herbeigeführte "shiftability".

Für den objektiven Liquiditätsgrad von Staatsschuldtiteln ist es prinzipiell bedeutungslos, wer die Kurspflege betreibt: der Staat, die Notenbank oder die Geschäftsbanken. Dagegen hängen die Wirkungen auf die primäre Liquidität (Zentralbankgeld, Giralgeld) davon ab, welche der genannten Stellen Kurspflege betreibt.

Wie das Instrument "Veränderung der Gläubigerstruktur", wirkt die Kurspflege der Notenbank auf die Primärliquidität der Wirtschaftssubjekte, jedoch mittelbar und mit dem primären Ziel, den Liquiditätsgrad der Staatsschuld zu verändern: geben die Banken Papiere an die Notenbank ab, dann fließt ihnen Zentralbankgeld zu; verkaufen die Nichtbanken Papiere an die Notenbank, dann erhalten die Nichtbanken Giralgeld und die Banken Zentralbankgeld, womit sich zugleich die Zentralbankgeldmenge gesamtwirtschaftlich gesehen erhöht. Die Banken müssen aber von ihrem Zentralbankgeldzuwachs entsprechend höhere Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität bereithalten. Die Primärliquidität der Banken und der Nichtbanken und auch die

Mindestreserven und die betriebsnotwendige Liquidität ändern sich in gleicher Weise, wenn der Staat aus seinem Guthaben bei der Notenbank Kurspflege betreibt. Unverändert bleibt dagegen die gesamte Zentralbankgeldmenge, da das staatliche Guthaben bei der Notenbank zum Zentralbankgeldbestand der Volkswirtschaft zu rechnen ist.

Hat ein Bankenconsortium die Kurspflege von Staatsschuldtiteln übernommen, und kauft dieses Consortium von den Nichtbanken (Kunden), dann vergrößern sich die Giralguthabestände, wovon sich Konsequenzen für die Krediterschöpfung insofern ergeben, als die Banken für die gestiegenen Einlagen mehr Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität bereithalten müssen, was mit einer Liquiditätsverbessernden Kurspflege nicht in Einklang steht und durch expansive Offenmarktoperationen kompensiert werden kann. Zugleich findet eine Verschiebung von Zentralbankgeld innerhalb des Bankensektors statt. Kauft das Consortium Papiere von anderen Banken, dann verschieben sich nur die Bestände von Zentralbankgeld, die Krediterschöpfungsgrundlage des Bankensektors bleibt unberührt.

5. Verschlechterung der objektiven Liquidität von Staatsschuldtiteln

Wird auf die Kurspflege bewußt verzichtet oder beabsichtigen Staat⁵⁾ und Notenbank, durch Verkäufe am Markt für Staatsschuldtitel die Kurse sinken zu lassen, so werden damit nach dem Konzept des Debt Management der Kurspflege kontraktive Wirkungen verfolgt ("negative Kurspflege"). Dabei wird davon ausgegangen, daß Staatsschuldtitel mit fallenden Kursen einen sinkenden objektiven Liquiditätsgrad haben, da sie nur unter Verlust veräußert werden können. Banken, die solche Papiere besitzen, werden die

5) Für den Fall, daß die Kurse nicht gestützt, sondern abgeschwächt werden sollen, verfügen fast alle Regierungen Westeuropas über Bestände eigener Schuldtitel, um den Markt für Staatspapiere von sich aus beeinflussen zu können. (Für die USA vgl. E. Nevin, a.a.O., S. 19).

Realisierung eines Kursverlustes scheuen, so daß ihnen aufgrund dieser Papiere kein Zentralbankgeld für die Kreditschöpfung zufließen kann: "... the drop in market values may lock the banks into their bond holdings and reduce the availability of loans to potential new borrowers in this way."⁶⁾

Wie bei kursstützenden, so ist es auch bei kurssenkenden Maßnahmen für die objektive Liquidität der betroffenen Staatsschuldtitel bedeutungslos, von wem die Kurspflege betrieben wird. Dagegen sind die Wirkungen auf die primäre Liquidität unterschiedlich, je nachdem, ob die Notenbank, der Staat oder Konsortien privater Kreditinstitute Kurspflege betreiben. Veräußert die Notenbank Staatsschuldtitel an die Banken und/oder die Nichtbanken, wird dem Bankensektor Zentralbankgeld entzogen. Verkauft der Staat eigene Schuldtitel zur Kursbeeinflussung, wird zwar auch dem Bankensektor Zentralbankgeld entzogen; das Zentralbankgeld wird aber nicht bei der Notenbank stillgelegt, sondern steht dem Staat auf dessen Konto bei der Notenbank weiterhin zur Verfügung. Gibt schließlich ein Konsortium privater Kreditinstitute Staatsschuldtitel ab, verschieben sich Zentralbankgeldbestände innerhalb des Bankensektors. Durch sinkende Despositen (siehe Mindestreserven und betriebsnotwendige Liquidität) wird aber Zentralbankgeld bei den Banken für die Kreditschöpfung frei, das durch liquiditätsverknappende Offenerkoperationen bei der Notenbank stillgelegt werden kann.

Meistens werden Kurspflegemaßnahmen, die zu einer Verschlechterung der objektiven Liquidität von Staatsschuldtiteln führen, mit einer restriktiven Geldpolitik der Notenbank parallel laufen. So kann generell damit ge-

6) E. Nevin: Debt Management, a General Report, Public Finance, Vol. 16, 1961, S. 22

rechnet werden, daß die Bereitschaft der Banken, Staatsschuldtitel abzugeben, mit steigendem Diskontsatz wächst. Das legt den Schluß nahe, daß, wenn besonders hohe Bestände der betroffenen Papiere sich bei den Banken befinden, ein stärkerer Kursverfall zu befürchten ist,⁷⁾ als wenn die gleichen Papiere im Besitz der Nichtbanken wären. Die Neigung der Banken, im Kurs sinkende Staatsschuldtitel zu verkaufen, wird bestärkt, wenn der Bestand an zentralbankfähigen Geldmarktpapieren nicht mehr ausreicht, um den durch die restriktive Geldpolitik bedingten Liquiditätsverlust auszugleichen, oder der durch den Verkauf festverzinslicher Staatspapiere zu realisierende Kursverlust kleiner ist als der Zinsverlust bei vor ihrer Fälligkeit zurückgegebenen Geldmarktpapieren.

Auch die Erträge aus dem Kreditgeschäft werden in die Verkaufsüberlegungen von Papieren mit ungünstiger Kursentwicklung einbezogen. So werden die Banken die Staatsschuldtitel nicht veräußern, wenn die Gewinne aus der zusätzlich möglichen Kreditgewährung⁸⁾ die realisierten Kursverluste nicht aufwiegen.⁹⁾

Aber selbst für den Fall, daß die Banken durch längere Perioden sehr hohe nicht realisierte Verluste hinnehmen müssen, sieht Rittershausen keine besondere Gefahr für die Rentabilität des Bankensektors: da Perioden restriktiver Geldpolitik durch eine allgemeine Liquiditätsknappheit gekennzeichnet sind, bringen die laufenden Kreditgeschäfte hohe (realisierte) Zinsgewinne, denen zunächst nur (nicht realisierte) Buchverluste aus dem Wertpapiergeschäft gegenüberstehen.¹⁰⁾

7) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 22

8) E. Dürr: a.a.O., S. 319

9) Eine zusätzliche Kreditgewährung aus dem Erlös verkaufter Papiere hängt hierbei von den Wirkungen auf den Zentralbankgeldbestand bei den Banken ab, die weiter oben schon beschrieben wurden.

10) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 178

Schließlich spielen bei den Überlegungen, ob Kursverluste zu realisieren sind oder nicht, auch die Erwartungen über die zukünftige Kursentwicklung von Staatsschuldtiteln eine Rolle. Wird die ungünstige Kursentwicklung nur als vorübergehend angesehen oder wird sogar mit wieder steigenden Kursen in absehbarer Zukunft gerechnet, werden die Banken Kursverluste nicht realisieren wollen, um ihr Kreditgeschäft auszudehnen.¹²⁾

Abgesehen von den bisher aufgezählten Rentabilitätsüberlegungen, stellt sich die Frage, ob die Banken bei einer aus liquiditätspolitischen Überlegungen der Notenbank herbeigeführten Kurssenkung überhaupt Staatsschuldtitel verkaufen können. Die Notenbank und der Staat werden die angebotenen Papiere nicht kaufen, da sie kontraktive Ziele verfolgen und auch die Nichtbanken werden in Erwartung möglicher weiterer Kursverluste die von den Banken angebotenen Papiere kaum übernehmen wollen.

Ein praktisches Beispiel dafür, daß eine Kreditexpansion durch sinkende Kurse von Staatsschuldtiteln wirksam verhindert werden konnte, ist die Entwicklung nach dem Treasury Federal Reserve - Act von 1951: danach bestand für den Federal Reserve Board keine Kursstützungspflicht für Staatsschuldtitel mehr, was im zweiten Halbjahr 1951 zu Kurssenkungen führte, so daß den Banken kein Zentralbankgeld mehr zufloß, auf dessen Grundlage sie ihre Kredite hätten ausdehnen können.¹¹⁾

11) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 77

12) Vgl. E. Dürr: a.a.O., S. 319

4. Konflikte zwischen Kurspflege und Geldpolitik

Zwischen der liquiditätspolitisch orientierten antizyklisch ausgerichteten Kurspflege einerseits und der fiskalisch gehandhabten Kurspflege andererseits können insbesondere in Zeiten restriktiver Geldpolitik Interessenkonflikte zwischen dem Staat und der Notenbank bestehen. So wirken z. B. die kontraktive Offenmarktpolitik und die Heraufsetzung des Diskontsatzes als geldverknappende Maßnahmen kursverschlechternd.¹³⁾ Werden in einer solchen Situation Kursstützungsmaßnahmen von der Notenbank eingeleitet, dann wird der kontraktive Effekt der Geldpolitik beeinträchtigt.¹⁴⁾ So verkauften z. B. während des Korea-Krieges viele Banken in den Vereinigten Staaten ihre Bestände an Staatsschuldtiteln, um die sehr starke Kreditnachfrage bewältigen zu können. Um die Kurse stabil zu halten, nahm das Federal Reserve System ein gelegentlich auftretendes Überangebot an Staatsschuldtiteln aus dem Markt, so daß zusätzliche Reserven an Zentralbankgeld in erheblichem Umfang für den Bankensektor verfügbar wurden. Durch ein solches Verhalten begünstigte die Notenbank die inflationäre Ausdehnung des Geldvolumens.¹⁵⁾

In der Bundesrepublik ist die Notenbank nach dem Bundesbankgesetz zwar nicht ausdrücklich zur Kurspflege verpflichtet (vgl. § 20 BBG), denn dies soll an sich Angelegenheit des Emittenten selbst sein.¹⁶⁾ Als Hausbank des Staates kann sich die Bundesbank dieser Aufgabe auf lange Sicht jedoch kaum entziehen und wird bei größerer Abgabeneigung der Wirtschaftssubjekte mit Stützungskäufen einsetzen, um den Kurs der Papiere nicht unter ein verein-

13) H. Haller: Finanzpolitik, a.a.O., S. 304; H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 85

14) Vgl. V. L. Morgan: The National Debt and Monetary Policy, Lloyds Bank Review N.S. July 1955, Vol 37, S. 31

15) W. Mc. Martin: Joint Committee on the Economic Report, Part I, a.a.O., S. 479

16) Vgl. J. v. Spindler, W. Becker, O.E. Starke, a.a.O., S. 233, Anmerkung 1 zu § 21

bartes Minimum sinken zu lassen.¹⁷⁾ So mußte die Bundesbank z. B. 1967 zur Stützung des Rentenmarktes eine große Menge von Staatsanleihen aufnehmen, was eine Geldschöpfung von rund einer Milliarde Mark zur Folge hatte. Ursachen für die negative Entwicklung des Rentenmarktes waren das Mißtrauen des Sparerers in die weitere Entwicklung des Kapitalmarktes (ausgelöst durch Aktienkursrückgänge) und die angespannte Lage der Rentenversicherungsträger, die große Bestände an festverzinslichen Werten verkaufen mußten.¹⁸⁾

Je nach Größe der Staatsschuld werden die angedeuteten Interessenkonflikte ein unterschiedliches Volumen und verschiedene Wirkungen haben. In der Bundesrepublik Deutschland, wo die Staatsschuld im Vergleich zu den USA oder England relativ gering ist, wird kein großes Volumen bewegt. So können schon kleine Umsätze am Markt für Staatspapiere zu größeren Schwankungen führen. Das liegt nicht zuletzt auch daran, daß der ansprechbare Käuferkreis sehr klein ist: es gibt wenige, "die zugleich präsumptive Käufer und Verkäufer bei geringen Kursänderungen sein würden."¹⁹⁾

Dagegen treten Konflikte zwischen einer von der Notenbank betriebenen restriktiven Geldpolitik und fiskalisch orientierter Kurspflege in Ländern mit hoher Staatsverschuldung stärker hervor, insbesondere dann, wenn der Hauptteil der Staatsschuld sich in den Beständen der Banken befindet. Wenn sich auch in diesen Ländern die Notenbanken einem wesentlich stärkeren Druck, kursstabilisierende Maßnahmen zu ergreifen, ausgesetzt sehen, darf die fiskalische Kurspflege nicht so intensiv betrieben werden, daß für langfristige Staatsschuldentitel eine dauerhafte absolute Kursstabilität hergestellt

17) G. Schmolders: Geldpolitik, Hand- und Lehrbücher aus dem Gebiet der Sozialwissenschaften, Hrg. E. Salin und G. Schmolders, Tübingen, Zürich 1962, S. 98

18) Vgl. C. Baumann: Der Rentenmarkt von morgen: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 21. Jahrg., Heft 3, 1. Febr. 1968, S. 109

19) H. Rittershausen: Die Zentralnotenbank, a.a.O., S. 187

wird. Die Banken würden in einer solchen Situation in großem Maße kurzfristige Staatspapiere mit relativ niedriger Verzinsung durch besser verzinsliche langfristige Staatspapiere substituieren. Bei der Kurspflege wird also ein Ausgleich in der Weise versucht, daß einerseits ein kumulativer Preissturz verhindert wird, andererseits aber auch eine nachhaltige Kursstabilisierung nicht angestrebt wird.²⁰⁾

20) Vgl. J. E. Harris: How to Manage the Federal Debt, Review of Economics and Statistics, Vol. XXXI 1949, S. 15

C. Debt Management und Wirtschaftswachstum

Der Einfluß des Debt Management auf das Wachstum und die Möglichkeiten einer globalen Wirtschaftspolitik mittels Debt Management wird im folgenden im Rahmen des bekannten neoklassischen Wachstumsmodells erörtert^{1) 2)}. Eine seiner wichtigsten Voraussetzungen ist die Gleichheit von geplanter Investition und freiwilliger Ersparnis. Meist wird in Anlehnung an die Klassik unterstellt, daß der Geldzins die Investition auf die Ersparnis aus dem Vollbeschäftigungseinkommen einreguliert³⁾. Geschieht dies nicht, so können kumulative Prozesse aus der Diskrepanz dieser beiden Größen entstehen, mit denen sich besonders die auf Keynes aufbauende Wachstumstheorie beschäftigt⁴⁾. Diese Prozesse werden dann auftreten, wenn der Geldzinssatz und die Ver-

- 1) Für eine Berücksichtigung monetärer Aspekte in dieser ursprünglich als Realmodell konzipierten Theorie vgl. J. Tobin: Geld und Wirtschaftswachstum, in: H. König (Hrg.): Wachstum und Entwicklung der Wirtschaft, Köln, Berlin 1968, S. 187 ff.
D. Levhari and D. Patinkin: The Role of Money in a simple Growth Model, in: American Economic Review, Vol. 58, 1968, S. 713-753; J.L. Stein: Monetary Growth Theory in Perspective, in: American Economic Review, Vol. 60, 1970, S. 85 ff., bes. S. 94, derselbe: Money and Capacity Growth, in: Journal of Political Economy LXXXIV, 1966, S. 451-465
- 2) Zu den allgemeinen Voraussetzungen und Ergebnissen dieser Theorie vgl. G. Bombach, Artikel "Wirtschaftswachstum" in: HdSW, Band 12, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965, S. 763 ff und R.G.D. Allen: Macroeconomic Theory, London-Melbourne-Toronto, 1967; H. König: Ansätze und Probleme der Wachstumstheorie, in: Wachstum und Entwicklung der Wirtschaft, a.a.O., S. 15 ff. F. H. Hahn und R. C. O. Matthews: The Theory of Economic Growth: A survey, in: Surveys of Economic Theory, Vol. 2, London, New York 1968.
Vgl. auch die verbale und graphische Darstellung in H. G. Johnson: Die Rolle des Geldes in einem Ein-Sektoren-Wachstumsmodell, in: Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik, Berlin 1969, S. 155 ff.
- 3) Zu dieser Voraussetzung der neoklassischen Theorie vgl. H. König: Ansätze und Probleme der Wachstumstheorie, in: Wachstum und Entwicklung der Wirtschaft, a.a.O., bes. S. 23
- 4) Vgl. dazu A. Harrod: Ein Essay zur dynamischen Theorie, in: H. König: Wachstum und Entwicklung der Wirtschaft, a.a.O.,

zinsung des Sachkapitals auseinanderfallen¹⁾, Ursachen können sein:

- (1) die Verzinsung des Sachkapitals liegt über der des Geldkapitals, weil die Unternehmer für die Form der Vermögenshaltung in Sachkapital einen zusätzlichen Risikozuschlag fordern. Je höher dieser ist, desto geringer ist die Investition im Vergleich zur Ersparnis.
- (2) die Anleger verhalten sich nach der Liquiditätstheorie von Keynes oder der Staat treibt eine aktive Zinspolitik²⁾, z. B. Debt Management-Operationen im fiskalischen Interesse oder auch aus wirtschaftspolitischen Gründen (Niedrigzinspolitik).

Beide Ursachen und Möglichkeiten zu ihrer Beseitigung werden im folgenden erläutert.

Ist die gleichgewichtige Wachstumsrate höher als die natürliche Rate³⁾, so führt dies wegen der auch in Effizienzeinheiten steigenden Kapitalintensität zu einer sinkenden Verzinsung des Sachkapitals; die Investitionsquote sinkt, da andere Anlageformen relativ attraktiver werden, d. h. auch gleichgewichtige und tatsächliche Raten fallen jetzt auseinander, es entsteht Unterbeschäftigung der Faktoren. Eine höhere Spar- als Investitionsquote ist sinnvoll, wenn die Ersparnis nicht nur in Kapitalgütern, sondern auch in anderen Anlageformen gehalten werden kann z. B. in Staats-

1) Damit ist dieselbe Situation gegeben wie in dem "Wicksell-Modell" (K. Wicksell: Geldzins und Güterpreise Jena 1898; vgl. u.a. dazu auch W. Vogt: Zinssatz, Preisniveau und "optimale Inflationsrate" in einer wachsenden Wirtschaft, in: Weltwirtschaftliches Archiv, Band 105, 1970, S. 458-472), wo Marktzins und natürlicher Zins auseinanderfallen.

Ebenso J. Stein: Neoclassic and Keynes-Wicksell Monetary Growth Models, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. I, 1969, S. 153-171

2) s. H. König, a.a.O., S. 23, H. Frisch: gebundener technischer Fortschritt und wirtschaftliches Wachstum, Berlin 1968, S. 55

3) Vgl. dazu R. F. Harrod: Ein Essay zur dynamischen Theorie, a.a.O., S. 42 f.

papieren, womit das Debt Management wachstumstheoretisch interessant wird. Das Debt Management kann, um eine drohende Unterbeschäftigung abzuwenden, die Staatsschuld in Formen bringen, die als Alternative zu anderen Sparmöglichkeiten anerkannt und als solche erworben werden.

Ist die Staatsschuld vorwiegend kurzfristiger Natur, d.h. besteht sie hauptsächlich aus Geldmarktpapieren oder steht ein großer Teil des ursprünglich langfristigen Schuldvolumens kurz vor der Fälligkeit, empfiehlt es sich, die durchschnittliche Laufzeit auszudehnen, indem neue langfristige Staatsschuldtitel begeben werden. Durch expansive Offenmarktoperationen und Ausgabe niedrig verzinster langfristiger Staatsschuldtitel werden der Investitionskredit verbilligt und die Opportunitätskosten einer Sachkapitalinvestition gesenkt. Ebenso wird es für den Bankensektor günstiger, Investitionskredite zu vergeben statt die liquiden Mittel in Staatspapieren anzulegen, wodurch ein zusätzlicher expansiver Effekt entsteht. So kann das Debt Management in diesem Modell die Investitionsquote und damit auch für eine gewisse Zeit¹⁾ die Wachstumsrate des Kapitalstocks erhöhen. Daraus folgt unmittelbar, daß es auch die Kapitalintensität und damit das Pro-Kopfeinkommen erhöhen kann. Bei einer höheren Kapitalintensität wird ein höherer Geldanteil in den Portefeuilles gehalten, da wegen der mit steigender Kapitalintensität geringer werdenden Kapitalverzinsung das Halten von Geld und Staatspapieren relativ rentierlicher wird (ebenso sprechen Risikoerwägungen für diese Entscheidung). Damit stößt die oben erwähnte Offenmarktpolitik auch auf entsprechendes Interesse der Anleger und kann von daher Erfolg haben. "Die gleichgewichtige Kapitalintensität und die Zinssätze werden dann ebenso vom Portefeuillevverhalten und von monetären Faktoren bestimmt, wie vom Sparverhalten und der

1) Zur Zeitdauer von Anpassungsprozessen in neoklassischen Wachstumsmodellen siehe P. Clever, J. Kromphardt:
Zur Zeitdauer gleichgewichtiger Anpassungsprozesse in neoklassischen Wachstumsmodellen, in: Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, Band 183, 1970

Technologie".¹⁾ Das Geld ist damit nicht neutral im Wachstumsprozeß, es beeinflußt auch reale Größen. Ist wegen einer Diskrepanz von Investition und Ersparnis das Preisniveau variabel (Keynesianische Erklärung von Änderungen des Preisniveaus) oder wegen einer Diskrepanz von Geldangebot und -nachfrage, so ändern sich die Ergebnisse, da der Realwert des Geldvermögens und sein Realertrag dann variieren können. Diese Situation beschreibt der sog. "Wicksellprozeß" (s. S. 2). Ihm wirkt der Pigou-Effekt entgegen, der auf den Einfluß der realen positiven und negativen Kapitalgewinne der Gläubiger auf die Nachfrage zurückzuführen ist (positive Kapitalgewinne in einer Deflation führen zu einer Erhöhung der Nachfrage, umgekehrt in der Inflation). Tobin meint, daß sich der Pigou-Effekt "vielleicht" durchsetzen würde.²⁾ Stein lehnt diese Annahme ab; Weizsäcker zeigt jedoch, daß der Wicksell-Effekt dann nicht eintritt, wenn Wachstumsrate und Zinssatz gleich groß sind, was nach ihm in der Realität näherungsweise gegeben ist.³⁾ Tatsächlich kann die Gleichgewichtsposition ein Sattelpunkt sein⁴⁾, d. h. die Modellwirtschaft ist nicht in allen Fällen stabil. Das Ergebnis hängt von den Annahmen über die Bildung der Preiserwartungen ab⁵⁾; je schneller sich die erwartete an die tatsächliche Wachstumsrate des Preisniveaus anpaßt, desto eher tritt eine Instabilität ein.

Aus dieser möglichen kumulativen Entwicklung läßt sich auch die Ablehnung einer Niedrigzinspolitik zwecks Wachstumsförderung, wozu das Debt Management eingesetzt werden könnte, durch manche Autoren erklären⁶⁾, denn langfristig

1) J. Tobin: Geld und Wirtschaftswachstum, a.a.O., S. 187

2) J. Tobin: Geld und Wirtschaftswachstum, a.a.O., S. 200

3) C.C. von Weizsäcker: Ende einer Wachstumstheorie? in: Kyklos, Vol. XXIV (1971), S. 101

4) K. Nagatani: A Note on Professor Tobin's "Money and Economic Growth", in: Econometrica, Vol. 38, 1970, S. 171, bes. S. 173

5) K. Nagatani: A Note ..., a.a.O., S. 175

6) So z. B. M. Friedman: A Program for Monetary Stability, a.a.O., siehe auch S. 16 ff dieser Arbeit.

würde diese Politik zu einem Inflationsprozeß führen.

Die bisher untersuchte globale Wachstumspolitik kann durch mehr selektive Maßnahmen ergänzt werden, die nur bestimmte Investitionen begünstigen sollen. "Die Wachstumspolitik mündet damit in die Strukturpolitik ein, die in diesem Sinne immer als differenzierte Wachstumspolitik zu begreifen ist und nur formal von der allgemeinen Wachstumspolitik getrennt werden kann."¹⁾

Die Möglichkeit, das Debt Management als Instrument der Strukturpolitik zu nutzen, hängt nun davon ab, wie flexibel die Zinsstruktur ist, d. h. wie weit bestimmte Anlageformen durch den Zins gefördert oder diskriminiert werden können. Eine Diskussion darüber fand in den sechziger Jahren in den USA statt, als die Geldpolitik und das Debt Management seit 1961 in der sog. "Operation Twist" dazu eingesetzt wurden, die Zinsstruktur zu verschieben, und zwar durch eine Senkung der langfristigen Zinssätze und eine Erhöhung der kurzfristigen Zinssätze.

Dieser Maßnahme lag die Überzeugung zugrunde, daß die langfristigen Investitionen sehr zinsempfindlich seien²⁾ (für den Wohnungsbau wird dies durch die empirischen Untersuchungen von Mackintosh, Schelbert - Syfrig, Duven-
dag,³⁾ Wieners⁴⁾ bestätigt und für die öffentlichen Investitionen der Gemeinden, die in der Bundesrepublik den größeren Teil der öffentlichen Investitionen tätigen,⁵⁾ von

1) G. Hedtkamp: Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Neuwied, Berlin 1968, S. 440

2) Deshalb lehnen z.B. Hansen, Samuelson und Bombach eine global-restriktive Geldpolitik ab, weil durch sie die für das Wachstum entscheidend wichtigen Investitionen gebremst werden. Vgl. K. Wieners: Geldpolitik und Wirtschaftswachstum, Freiburg i. Br. 1969

3) Vgl. hierzu h. Iden: Wohnungsbau: Die Zinsempfindlichkeit nimmt zu, in: Der Volkswirt, Beilage zu Nr.28/1970, S. 6

4) K. Wieners, a.a.O., S. 100

5) Von den Ausgaben für Wissenschaft, Unterricht und Forschung und Gesundheit, die sich 1966 auf 23,073 Mrd. DM beliefen, tätigten der Bund 7,7 %, die Länder 55,9 %, die Gemeinden 36,4 %, bei den Ausgaben für gemeindliche Einrichtungen (Infrastruktur) Verkehr und Wohnungsbau in Höhe von 22,566 Mrd. DM betrugen die entsprechenden Anteile 23,2 %, 34,4 % und 42,4 % (Nach: Statistisches Jahrbuch für die Bundesrepublik Deutschland, Stuttgart u. Mainz 1969, S. 394 f.)

Schmitz,¹⁾) und deshalb zur Wachstumsförderung die für sie relevanten Zinssätze gesenkt werden müßten, während Zahlungsbilanzgesichtspunkte und die Auffassung, daß die übrigen Investitionen weniger zinsreagibel seien, einen hohen kurzfristigen Zinssatz nahelegten.

Die Durchführung der "Operation Twist" erfolgte mit Hilfe zweier Maßnahmen:²⁾

- (1) Offenmarktoperationen des Federal Reserve Systems und Debt Management-Operationen des 'Treasury' zur Verkürzung der Laufzeit der öffentlichen Schuld durch Erhöhung des Angebots an kurzfristigen Papieren, wodurch der Preis dieser Papiere fiel, ihre Effektivverzinsung stieg und sich das Angebot an langfristigen Papieren mit dem entgegengesetzten Effekt verringerte.
- (2) Steigerung der Zinsen auf Spareinlagen nach "Regulation Q"

Wieweit sich durch diese Maßnahme die Zinssätze änderten, zeigt eine Tabelle von Modigliani-Sutch³⁾ (Zeitraum 1960-1961 bis zum dritten Quartal 1965): Danach trat eine Steigerung der kurzfristigen Zinssätze und eine erhebliche Verringerung der Differenz zwischen kurz- und langfristigen Sätzen ein.⁴⁾ Diese Erscheinung kann jedoch auch durch den Aufschwung der Konjunktur verursacht sein; ein einfaches Modell mit den Werten aus der Zeit vor "Operation Twist" prognostiziert jedenfalls fast genau (0,02 % Abweichung zwischen tatsächlicher und prognostizierter Zinsdifferenz) dieselbe Differenz, wie sie tat-

1) J. Schmitz: Kommunalverschuldung und Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland, Archiv für Kommunalwissenschaft, Band 5, 1966, S. 303

2) Vgl. im folgenden: F. Modigliani und R. Sutch: Innovations in Interest Rate Policy, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 56, 1966, SS. 178 ff.

3) F. Modigliani, R. Sutch, a.a.O., S. 181

4) Als kurzfristiger Zinssatz dient den Autoren die "Treasury three month bill rate", als langfristige die "long term government bond rate".

sächlich eintrat. Für eine weitere Untersuchung entwickeln die beiden Autoren ihr "Preferred Habitat" - Modell.¹⁾

Auch dieses Modell mit "dummy variables" für den Einfluß der "Operation Twist" zeigt kaum einen Unterschied zwischen tatsächlichen und aufgrund der Erfahrung der Vor-"Operation Twist"-Zeit prognostizierten Werten, "any effects direct or indirect, of 'Operation Twist' in narrowing the spread which further study might establish, are most unlikely to exceed some ten to twenty base points (Zinsänderungen von 0,1 bis 0,2 %, der Verf.) a reduction that can be considered moderate at best."²⁾

"We must conclude that neither the maturity structure of the Government debt nor changes in the maturity structure exert any significant lasting or transient effect on the relation between the two rates."³⁾ Die Erhöhung der Differenz um 0,12 %, die Modigliani-Sutch mit ihrem "Preferred Habitat"-Modell erhalten, ist nach ihrer Meinung z.g.T. auf die Änderung der "Regulation Q" zurückzuführen.⁴⁾

Koch⁵⁾ macht für diesen geringen Effekt die Einführung der "advanced refunding"-Technik verantwortlich, "were the Treasury to have achieved as much debt lengthening through the cash sale of long term securities the effects on the term structure of rates would no doubt have been much more pronounced",⁶⁾ Malkiel⁷⁾ führt die geringfügige Verschiebung auf die nur geringe Änderung der relativen Angebote von kurz- und langfristigen Papieren zurück,

1) F. Modigliani, R. Sutch: Innovations in Interest Rate Policy, a.a.O., S. 183 f.

2) F. Modigliani, R. Sutch, a.a.O., S. 196

3) D. Meiselman: The Term Structure of Interest Rates, Englewood Cliffs, N.J. 1962

4) J.M. Culbertson: The Term Structure of Interest Rates, in: Journal of Political Economy, Vol. 71, 1957, S. 485 ff.

5) A. R. Koch: Diskussion, in: American Economic Review Papers and Proceedings, Vol. 56, 1966, S. 200 ff., bes. S. 202 f.

6) Ebenda, S. 202

7) B. G. Malkiel: Diskussion, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 56, 1966, S. 202 ff., bes. S. 205 ff.

außerdem darf die Analyse der Zinsstruktur nicht auf die der Staatsschuld beschränkt werden; eine anschließende Untersuchung von Holland,¹⁾ der die Zinssätze weiterer Anlageobjekte und den Einkommenseffekt in seinen Regressionen mitberücksichtigt, führt zu erheblich größeren Abweichungen zwischen der tatsächlichen und der aufgrund der Vor-"Operation Twist"-Zeit prognostizierten Differenz (etwa 0,5 - 0,6 %), die auf die "Operation Twist"-Maßnahmen zurückgeführt werden können; der Effekt ist aber ausschließlich auf die Steigerung des kurzfristigen Zinses zurückzuführen, der langfristige konnte nicht gesenkt werden.

Auch eine erneute Untersuchung der US-Zinsstruktur unter dem Einfluß des Debt Management²⁾ brachte den Autoren ähnliche Kritiken³⁾ ein, so daß ihre These der Einflußlosigkeit der Altersstruktur der öffentlichen Schuld doch stark bezweifelt werden muß.

Eine entsprechende Untersuchung für die Bundesrepublik Deutschland ergab, "daß bei zunehmender Laufzeitdifferenz zwischen der erklärenden und der zu erklärenden Variablen die nicht erklärte Varianz steigt,"⁴⁾ womit die Zinsstruktur mit dieser Form der Modigliani-Sutch-Hypothese nicht erklärt werden kann. In der Bundesrepublik erscheint eine ähnliche Maßnahme, wie 'Operation Twist' nicht sinnvoll;

-
- 1) Th. E. Holland: Operation Twist and the Movement of Interest Rates and Related Economic Time Series, in: International Economic Review, Vol. 10, 1969, S. 260 ff.
 - 2) F. Modigliani, R. Sutch: Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience, in: Journal of Political Economy, Vol. 75, 1967, S. 569 ff.
 - 3) Vgl. Die Diskussionsbeiträge von N. Wallace und R. A. Kessel, in: Journal of Political Economy, Vol. 75, 1967, S. 530 ff. bzw. S. 592
 - 4) H. König, J. Wolters: Über den Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigem Zinssatz: Bemerkungen zur Modigliani-Sutch-Hypothese der Zinsstruktur, in: Journal für Nationalökonomie und Statistik, Band 183, 1969, S. 405, s. auch Tabelle 2, S. 494 ff.

soll aus Gründen der Strukturpolitik der langfristige Zins gesenkt werden, so ist eine Spaltung des Kreditmarktes nicht erforderlich, da zahlungsbilanzpolitische Rücksichten auch für einen niedrigen kurzfristigen Zins sprechen.

Literaturverzeichnis

- Abbott, Charles C.: Management of the Federal Debt, in: Money and Credit, their Influence on Jobs, Prices and Growth, the Report of Commission on Money and Credit, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, N.J. 1958
- Abbott, Charles C.: The Commercial Banks and the Public Debt, in: American Economic Review 37. 1949:2
- Adler, Erving H., Lübkes, Ilse: "Vereinigte Staaten von Amerika", Enzyklop. Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Allen, Roy George D.: Macroeconomic Theory, London, Melbourne, Toronto 1967
- Almon, S.: The Distributed Lag between Capital Appropriations and Expenditures, Econometrica, Vol. 33, 1965
- Arps, Ludwig: "Versicherung und Kapitalmarkt" in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Bartschat, Hans: Geschäftspolitik der Girozentralen, Diss. Hamburg 1968
- Baumann, Christian: Der Rentenmarkt von morgen, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 21. Jahrgang Heft 3, 1. Februar 1968
- Baumol, William J.: The Transactions Demand for Cash: An Inventory Theoretic Approach, in: Quarterly Journal of Economics Vol. 66, 1952
- Beard, Thomas E.: Debt Management: Its Relationship to Monetary Policy 1951-1962, in: The National Banking Review, Vol. 2, Sept. 1964
Wieder abgedruckt in: US Treasury Department, Treasury Views on Independence of the Federal Reserve, in: Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, Ed. Warren, L. Smith, Ronald L. Teigen, Homewood Ill. 1965
- Bombach, Gottfried: Wirtschaftswachstum, in: Handbuch der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Band 12, Stuttgart, Tübingen, Göttingen 1965
- Bösch, Hans Jürgen: Die Kurspflege bei Wertpapieren, Diss. Hamburg 1959

- Brehmer, Ekkard: Struktur und Funktionsweise des Geldmarktes in der BRD, Kieler Studien, Forschungsberichte des Instituts f. Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Heft 65, Hrg. E. Schneider, Tübingen 1964
- Bunting, Robert L.: A Debt Management Proposal, The Southern Economic Journal, Vol. 25, Jan. 1959, Nr. 3, S. 340
- Cagan, Phillip: A Partial Reconciliation between two Views of Debt Management, in: Journal of Political Economy, Vol. LXXIV, 1966
- Carson, Dean: Federal Reserve Support of Treas. Refunding Operations, The Journal of Finance, Vol. XII, March 1957 No. 1, S. 52
- Chandler, Lester V.: The Economics of Money and Banking, New York, London 1968
- Claren, Joachim: Die Kapitalanlagen der privaten deutschen Lebensversicherungsunternehmen. Betriebswirtschaftliche Forschung, Band 3, Berlin 1955
- Cooke, Helen J.: Cash Borrowing of the United States Treasury: Non Marketable Issues, in: The Treasury and the Monetary Market, Federal Reserve Bank of New York, May 1954
- Cooke, Helen J.: The Role of Debt in the Economy, Washington D.C. 1961
- Culbertson, John M.: The Recent Policy Mix and its Implications, in: American Statistical Association, Readings of the Business and Economic Statistics Section, Washington D. C. 20006, 1963
- Culbertson, John M.: The Term Structure of Interest Rates, in: Journal of Political Economy, Vol. 71, 1957
- Culbertson, John M.: A Positive Debt Management - Programme, the Review of Economics and Statistics, Vol. XLI, May 1959, Nr. 2, Part 1
- Dannemann, Werner: Struktur und Funktionsweise des Kapitalmarktes in der Bundesrepublik Deutschland, Beiträge zur reinen und angewandten Wirtschaftstheorie aus dem Wirtschaftswissenschaftlichen Seminar der Universität Kiel, Hrg. E. Schneider, Tübingen 1959
- Denison, Edward F.: Why Growth Rates differ. Post War Experience in nine Western Countries, Washington D. C. 1967

- Diamond, Daniel E.: The Economic Impact of Life Insurance Investments on the American Economy, in: The Journal of Finance Vol. XIV März 1959 Nr. 1,
- Dieben, Wilhelm, Ebert, Kurt: Technik des öffentlichen Kredits. Handbuch der Finanzwissenschaft, Band III, Tübingen 1958
- Dürr, Ernst: Wirkungsanalyse der monetären Konjunkturpolitik, Frankfurt/M. 1966
- Edelmann, Klaus: Die Savings and Loan Associations in den Vereinigten Staaten, in: Österreichisches Bankarchiv 10. Jg., Heft II, Febr. 1962
- Fand, David, Scott, Ira O. Jr.: The Federal Reserve System "Bills-Only" Policy: a Suggested Interpretation, in: Journal of Business of the Univ. of Chicago, Januar 1958
- Fehrmann, Eduard: Geschäftsspartenkalkulation im Kreditbankwesen 1936
- Fellner, William: Trends in the Activities Generating Technological Progress in: American Economic Review, Vol. 70, 1970
- Floss, Eberhard: Auswirkungen der Mindestreservenpflicht unter besonderer Berücksichtigung der Sparkassen, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Schriften des Instituts für das Spar-, Giro- und Kreditwesen an der Hochschule für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften Nürnberg, Hrsg. Fritz Voigt, Band 4, Berlin 1956
- Forstmann, Albrecht: Geld und Kredit II, Anwendung der Geld- und Kredittheorie, Grundriß der Sozialwissenschaften, 3/II, Göttingen 1952
- Frazer, William J., Yohe, William P.: Introduction to the Analytics and Institutions of Money and Banking, Princeton, New Jersey 1966
- Friedman, Milton: A Program for Monetary Stability, New York 1959
- Fuchs, Heinz: Liquiditätsprobleme, einzel- und gesamtwirtschaftliche Untersuchungen von Zahlungsströmen, Diss. Freiburg 1955
- Gaines, Tilford: Techniques of Treasury Debt Management, a Joint Publication of Graduate School of Business, Columbia University 1962

- Haase, Heidrun: Die Lombardpolitik der Zentralnotenbank, Volkswirtschaftliche Schriften, Heft 66, Berlin 1962
- Hadrys, Paul: Techniken des Debt Management in den Vereinigten Staaten von Nordamerika unter besonderer Berücksichtigung des "Advance Refunding", Diss. Berlin 1970
- Hagenmüller, Karl F.: Der Bankbetrieb, Band III, 3. Auflage, Wiesbaden 1970
- Hahn, F.H., Matthews, R. C. O.: The Theory of Economic Growth: A Survey, in: Surveys of Economic Theory, Vol. 2, London, New York, 1968
- Haller, Heinz: Finanzpolitik, Grundlagen und Hauptprobleme, 3. Auflage, Tübingen, Zürich 1965
- Hallowell, Burton C., Williamson, Kosshuth M.: Debt Management's Contribution to Monetary Policy, in: The Review of Economics and Statistics, Vol. XLIII, 1961
- Hansmeyer, Karl-Heinrich: Der öffentliche Kredit, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 23, Hrg. Ph. Möhring, Hrsh. Rittershausen, Frankfurt/M. 1965
- Harris, Seymour, E.: How to Manage the Federal Debt, Review of Economics and Statistics, Vol. XXXI, 1949
- Hedtkamp, Günter: Lehrbuch der Finanzwissenschaft, Neuwied, Berlin 1968
- Hedtkamp, Günter: Geldverfassung und Wirtschaftssysteme, in: Geldtheorie und Geldpolitik, Günter Schmölders zum 65. Geburtstag, Hrg. C. A. Andreae, K. H. Hansmeyer, G. Scherhorn, Berlin 1968
- Hessler, Heinz - Dieter: Gegenwartsprobleme staatlicher Anleihepolitik, Forschungsberichte des Landes Nordrhein-Westfalen, Nr. 1373, Finanzwissenschaftliches Forschungsinstitut der Universität Köln, Direktor G. Schmölders, Köln und Opladen 1964
- Höchst, Paul-Otto: Offenmarktpolitik und Staatskredit, dargestellt am Konflikt um die Frage des Selbsttrittsrechtes des Bundes in die Mobilisierungspapiere der Deutschen Bundesbank, Diss. Köln 1959
- Höfermann, Friedhelm: Geldmarkt und Geldmarktgeschäfte, Veröffentlichungen des Bank- und Börsenseminars der Universität Köln, Hrg. Fritz Höfermann u. Heinrich Rittershausen, Frankfurt/M. 1959

- Holland, Th. E.: Operation Twist and the Movement of Interest Rate and Related Economic Time Series, in: International Economic Review, Vol. 10, 1969
- van Horne, James C.: Conflicting Objectives in Treasury Debt Management, in: Business Topics, Michigan State University, Graduate School of Business Administration, Vol. 13, 1965, Nr. 1
- Horvitz, Paul: Monetary Policy and the Financial System, Englewood Cliffs N.J. 1963
- Hotzel, Werner: Zinsspanne und Zinsspannenrechnung im Bankbetrieb, Diss. Leipzig 1936
- Hunter, J.S.H.: The Roosa Doctrine and the Shiftability Thesis: Application to Debt Management in the United States, in: Weltwirtschaftliches Archiv Band 103, 1969
- Iden, H.: Wohnungsbau: Die Zinsempfindlichkeit nimmt zu, in: Der Volkswirt, Beilage zu Nr. 28/1970
- Irmeler, Heinrich: Möglichkeiten und Grenzen der öffentlichen Verschuldung, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 20. Jg., Heft 22, 15. Nov. 1967, S. 1028
- Jarchow, H.J.: Theoretische Studien zum Liquiditätsproblem, Kieler Studien, Heft 67, Forschungsberichte des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, Hrg. E. Schneider, Tübingen 1966
- Jecht, Horst: Finanzwirtschaft, öffentliche (+11), Finanzwirtschaft der Bundesrepublik Deutschland (Bund und Länder) in: Handwörterbuch der Wirtschafts- und Sozialwissenschaften, Band 3, Tübingen, Göttingen 1961
- Johnson, Harry G.: Die Rolle des Geldes in einem Ein-Sektoren-Wachstumsmodell, in: Beiträge zur Geldtheorie und Geldpolitik, Berlin 1969
- Kalveram, Wilhelm, Günther, Hans: Bankbetriebslehre, ein Lehr- und Nachschlagewerk für Studium und Praxis, 3. Auflage, Wiesbaden 1961
- Kaminsky, Walter: Teilzahlungsbanken, in: Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Kaminsky, Walter: Die Teilzahlungsbanken, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Hrg. Ph. Möhring, Heinrich Rittershausen, Frankfurt/M. 1964

- Kaminsky, Stefan: Die Kosten- und Erfolgsrechnung der Kreditinstitute, 1955
- Kareken, John H.: Monetary Policy and the Public Debt, an Appraisal of Post War Developments in the USA, in: Kyklos Vol. X, 1957
- Kayser, Wolfgang: Vorratsstellenwechsel, in Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Keir, Peter M.: The Open Market Policy Prozess, Federal Reserve Bulletin, Okt. 1963
Wieder abgedruckt in: Money and Finance, Readings in the Theory, Policy and Institutions, Hrg. Dean Carson New York, London, Sidney, 1966
- Kessel, Reuben A.: Comment, in: Journal of Political Economy, Vol. 75, 1967
- Koch, R.A.: Discussion, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 56, 1966
- Köhler, Claus: Probleme einer empirischen Geld- und Kreditstromanalyse, in: Konjunkturpolitik, 3. Jahrgang 1957
- Köhler, Claus: Der Geldkreislauf, geldtheoretische Thesen im Lichte der Empirie, Volkswirtschaftliche Schriften Heft 63, Hrg. J. Broermann, Berlin 1962
- Kolms, Heinz: Finanzwissenschaft, Band IV (öffentlicher Kredit, öffentlicher Haushalt, Finanzausgleich)
- König, Heinz: Ansätze und Probleme der Wachstumstheorie, in: Wachstum und Entwicklung der Wirtschaft, Hrg. H. König, Köln, Berlin 1968
- König, Heinz: Zeitliche Anpassungsprozesse in einem neoklassischen Zwei-Sektoren-Modell, in: Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft, Band 122, 1966
- König, Heinz, Wolters, Jürgen: Über den Zusammenhang zwischen kurz- und langfristigem Zinssatz: Bemerkungen zur Modigliani-Sutch-Hypothese der Zinsstruktur, in: Journal für Nationalökonomie und Statistik, Band 183, 1969
- Kromphardt, Jürgen, Clever, Peter: Zur Zeitdauer gleichgewichtiger Anpassungsprozesse in neoklassischen Wachstumsmodellen, in: Jahrbuch für Nationalökonomie und Statistik, Band 183, 1970

- Laird, William: The Changing Views on Debt Management, in: Monetary Economics, Readings, Ed. Alan D. Entine, Belmont, California 1968, ursprünglich abgedruckt in: The Quarterly Review of Economics and Business, Vol. 3, 1963, Nr. 3
- Levy, Michael E.: Cycles in Government Securities, Part I, Federal Debt and its Ownership, 1962
- Lindholm, Richard W.: Money and Banking. An Introduction, New Jersey 1962
- Lipfert, Helmut: Der Geldmarkt, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 1, Hrg. P. Möhring, Hch. Rittershausen, Frankfurt/M. 1963
- Lutz, Friedrich: Die Liquidität des Bankensystems und die Zinssätze, Weltwirtschaftliches Archiv 87. 1961:2
- Malkiel, Burton G.: Discussion, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 56, 1966
- Meiselman, D.: The Term Structure of Interest Rates, Englewood Cliffs N.J. 1962
- Mellerowicz, Konrad: Kosten- und Kostenrechnung, Teil I, 3. Auflage, Berlin 1957
- Miller, Ervin: Monetary Policy in a Changing World, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 70, 1956
- Modigliani, Franco, Sutch, Richard: Innovations in Interest Rate Policy, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 56, 1966
- Modigliani, Franco, Sutch, Richard: Debt Management and the Term Structure of Interest Rates: An Empirical Analysis of Recent Experience, in: Journal of Political Economy Vol. 75, 1967
- Möhring, Rudolf: Kreditwesengesetz, Textausgabe, bearbeitet von Rudolf Möhring, Frankfurt/M. 1966
- Morgan, Victor, V.: The National Debt and Monetary Policy, Lloyds Bank Review N.S., July 1955, No. 37, S. 31
- Mühl, Johannes: Sparkassen, Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Musgrave, Richard A.: Debt Management and Inflation, The Review of Economics and Statistics, Vol. 31, 1949
- Muthesius, Peter: Die Bankbilanz, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 28, Hrg. P. Möhring, Hch. Rittershausen, Frankfurt/M. 1964

- Nadler, Marcus: The Money Market and its Institutions, New York 1955
- Nagatani, K.: A Note on Professor Tobin's "Money and Economic Growth", in: *Econometrica*, Vol. 38, 1970
- Nevin, Edward: Debt Management: a General Report, Public Finance Vol. 16, 1961, S. 9ff
- Nezu, E.: Besprechung von G. Johnson: Essay in Monetary Economics, London 1967, in: *Kyklos*, Vol. 21, 1968
- Nowak, Richard: Der Finanzmarkt New York, Köln, Opladen 1967
- Obst, Georg, Hintner, Otto: Geld-, Bank- und Börsenwesen, 35. Auflage, Stuttgart 1963
- Parks, Robert H.: Portefolio Operations of Commercial Banks and the Level of Treasury Security Prices, *The Journal of Finance*, Vol. XIV, 1959, S. 52
- Paulsen, Andreas: Liquidität und Risiko in der wirtschaftlichen Entwicklung, ein Beitrag zur dynamischen Wirtschaftstheorie, Frankfurt/M. 1950
- Prall, Otto: Liquiditäts- und Anlagepolitik der Banken (I. Bundesrepublik), in: *Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen*, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Prather, Charles L.: Money and Banking, 6th Ed. Homewood, Ill. 1957
- Ranlett, John J.: Money and Banking, An Introduction to Analysis and Policy, New York, London, Sidney 1965
- Ratchford, Benjamin U.: Some Aspects of Debt Management in the United States, in: *Public Finance*, Vol. 10, 1955
- Richebächer, Kurt: Der fehlende Kapitalmarkt. Der Volkswirt 1958, S. 377
- Richebächer, Kurt: Börse und Kapitalmarkt, Taschenbücher für Geld, Bank und Börse, Band 8, Hrg. Ph. Möhring u. Bch. Rittershausen, Frankfurt/M. 1965
- Riefler, Winfield, W.: Open Market Operations in Long-Term Securities, in: *Federal Reserve Bulletin*, Nov. 1958
Wieder abgedruckt in: *Money and Finance, Readings in Policy, Theory, and Institutions*, Ed. Dean Carson, New York, London, Sidney 1966

- Ritter, Lawrence S.: Functional Finance and the Banking System, The American Journal of Economics and Soziology, Vol. 15 July 1956, Nr. 4
- Rittershausen, Heinrich: Finanzwirtschaft, Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band 1, Köln/Opladen 1966
- Rittershausen, Heinrich: Die Zentralnotenbank, Ein Handbuch ihrer Instrumente, ihrer Politik und ihrer Theorie, Frankfurt/M. 1962
- Robinson, Ronald J.: The Management of Bank Funds, 2. Ed. New York, San Francisco, Toronto, London 1962
- Rolph, Earl R.; Break, George F.: Public Finance, New York 1961
- Rolph, Earl R.: Debt Management: Some Theoretical Aspects, Public Finance Vol. 16, 1961
- Rolph, Earl R.: Principles of Debt Management, in: American Economic Review, Vol. 47, Nr. 3, Juni 1957, S. 302-320
- Roosa, Robert V.: Interest Rates and the Central Bank, in: Money, Trade and Economic Growth, Festschrift für John Henry Williams, New York 1951
- Roosa, Robert V.: Transactions for the System Open Market Account, in: Money and Finance, Readings in the Theory, Policy and Institutions, Hrg. Dean Carson, New York, London, Sidney 1966
- Roosa, Robert V.: Integrating Debt Management and Open Market Operations, in: The American Economic Review, Vol. XLII, May 1952, No. 2,
- Roosa, Robert V.: Federal Reserve Operations in the Money and Government Securities Market, The Federal Reserve Bank of New York, July 1956
- Sayers, Richard S.: Modern Banking 7th Edition, Oxford 1967
- Schlierbach, Helmut: Kommentar zur Hessischen Mustersatzung A und B für kommunale Sparkassen, Stuttgart 1963
- Schmitz, Jürgen: Kommunalverschuldung und Kapitalmarkt in der Bundesrepublik Deutschland, Archiv für Kommunalwissenschaften, Band 5, 1966
- Schneider, Erich: Einführung in die Wirtschaftstheorie, Band III, Tübingen 1965
- Schmölders, Günter: Geldpolitik, Tübingen, Zürich 1962

- Schmölders, Günter: Finanzpolitik, Enzyklopädie der Rechts- und Staatswissenschaft, Hrg. W. Kunkel, H. Peters, E. Freiser, 2. Auflage, Berlin, Heidelberg, New York 1965
- Schönpflug, Fritz: Die Abteilungskalkulation im Bankbetrieb, 1934
- Schramm, Bernhard: Konditionen im Bankgewerbe, Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- Schultz, William J., Harriss, C. Lowell: American Public Finance, 8th Ed. London, Sidney, Toronto, New-Delhi, Tokyo 1965
- Scott, Robert Haney: An Empirical look at Debt Management, in: American Statistical Association 1961
- Shirras, G. Findlay: Science of Public Finance, Vol. 2, 3rd. Edition, London 1936
- Sieg, Harald: Börsengesetz, in: Börsenrecht, Allgemeines Börsenrecht und Recht der Wertpapierbörsen, Textsammlung von Harald Sieg, München Berlin 1953
- Simons, Henry C.: On Debt Policy, in: Journal of Political Economy, Vol. LII, Dez. 1944, No. 4
- Simons, Henry C.: Debt Policy and Banking Policy, in: Review of Economics and Statistics, Vol. 28, Nr. 2, May 1946,
- Spindler, Joachim von, Bedker, Willy, Starke, O.-Ernst: Die Deutsche Bundesbank, Grundzüge des Notenbankwesens und Kommentar zum Gesetz über die Deutsche Bundesbank, 2. Auflage Stuttgart 1957
- Stadermann, Bertfried: Offenmarktgeschäfte als Instrument der Liquiditätspolitik, Frankfurt/M. 1961
- Staehle, Walter: Die Schuldscheindarlehen. Wesen, Systematik und betriebswirtschaftliche Probleme aus der Sicht der Darlehensnehmer, Kapital-Sammelstellen und Kreditinstitute, Wiesbaden 1965
- Stein, Herbert: Managing, the Federal Debt., in: The Journal of Law and Economics, Vol. 1, Okt. 1958
- Stein, Herbert: Monetary Policy and the Management of Public Debt., in: American Economic Review, Vol. 42, 1952, Part 5.

- Stein, Jerome L.: Besprechung des Buches von H. G. Johnson: Essays in Monetary Economics, in: American Review, Vol. 58, 1968
- Stein, Jerome L.: Neoclassic and Keynes-Wicksell Monetary Growth Models, in: Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, 1969
- Stein, Jerome L.: Monetary Growth Theory in Perspective, in: American Economic Review, Vol. 60, 1970
- Stein, Jerome L.: Money and Capacity Growth, in: Journal of Political Economy, Vol. 74, 1966
- Strobel, Arno: Die Liquidität, Methoden ihrer Berechnung, 2. Auflage, Stuttgart 1953
- Stützel, Wolfgang: Moderne Kreditpolitik, in: Konjunkturpolitik, 5. Jahrgang, 1959
- Stützer, Rudolf: Die Wertpapieranlage der Kreditinstitute, Untersuchungen über das Spar-, Giro- und Kreditwesen, Band 5, Hrg. Fritz Voigt, Berlin 1957
- Stucken, Rudolf: Geld und Kredit, 2. Auflage 1957
- Süchting, H. Joachim: Kalkulation und Preisbildung der Kreditinstitute, der preisdispositive Bereich bei deutschen und amerikanischen Banken aus kalkulatorischer Sicht, Veröffentlichungen des Instituts für Bankwirtschaft und Bankrecht an der Universität Köln, Band 14, 1963
- Tholen, A.: Die Anlagepolitik der Kreditbanken und Sparkassen (betriebs- und volkswirtschaftliche Probleme) Diss. Hamburg 1969
- Tobin, James: An Essay on Principles of Debt Management, in: Fiscal and Debt Management-Policies, a series of Research Studies, Prepared for the Commission on Money and Credit, Research-Study Three, Prentice Hall Inc. Englewood Cliffs, N.J. 1963
- Tobin, James: Money and Economic Growth, in: Econometrica, Vol. 33, 1965
- Tobin, James: The Interest Elasticity of Transactions Demand for Cash, in: Review of Economic and Statistics, Vol. 38, 1956
- Tröger, Heinrich: Haushaltspolitik und Notenbank, Finanzwissenschaft und Finanzpolitik, Hrg. F. Schäfer, Tübingen 1964
- Veit, Otto: Grundriß der Währungspolitik, 3. Aufl., Frankfurt/M. 1969
- Veit, Otto: Volkswirtschaftliche Theorie der Liquidität, Frankfurt/M. 1948
- Walb, Ernst: Erfolgsrechnung privater und öffentlicher Betriebe, Berlin, Wiesbaden 1926

- Wallace, Neil, Kessel, Reuben A.: Diskussionsbeiträge
in: Journal of Political Economy Vol. 75, 1967
- Wallich, Henry C.: Debt Management as an Instrument of
Economic Policy. American Economic Review,
Vol. 36, 1946:3, SS 292 ff.
- Weinstock, E.: Das Liquiditätsproblem bei Haushalts- und
Fabrikunternehmen, Berlin, Wien, Zürich 1937
- Weizsäcker, Carl - Christian von: Bemerkungen zu einem
Symposium über Wachstumstheorie und Produktions-
funktion, in: Kyklos, Vol. XVI, 1963
- Weizsäcker, Carl - Christian von: Ende einer Wachstums-
theorie? in: Kyklos, Vol. XXIV, 1971
- Wieners, Klaus: Geldpolitik und Wirtschaftswachstum, Frei-
burg i. Br. 1969
- Woll, Artur: Einige geldpolitische Aspekte der monetären
Theorie der Gegenwart: Geldtheorie und Geldpoli-
tik, Günter Schmolders zum 65. Geburtstag, Hrg.
C.A. Andreae, K.H. Hansmeyer, G. Scherhorn, Ber-
lin 1968
- Woll, Artur: Allgemeine Volkswirtschaftslehre, Valens
Handbücher der Wirtschafts- und Sozialwissenschaf-
ten, Berlin, Frankfurt/M. 1969
- Weise, Herbert: Probleme der Geld- und Kreditpolitik im
Lichte des Radcliffe-Reports, Kieler Studien,
Forschungsberichte des Instituts für Weltwirt-
schaft an der Universität Kiel, Heft 67, Hrg.
E. Schneider, Tübingen 1964
- Wittlesey, Charles R., Freedman, Arthur M., Herman, Ed-
ward S.: Money and Banking: Analysis and Policy,
New York, London 1967
- Wittlesey, Charles R.: Central Bank Policy, in the Light
of recent American Experience, Weltwirtschaftliches Ar-
chiv, Band 78, 1957, I.
- Wohlgemuth, Gerhard: Liquiditäts- und Anlagepolitik der
Kreditbanken (II Ausland), Enzyklopädisches Lexi-
kon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auf-
lage 1967/68
- Wolf, Harold A.: Monetary and Fiscal Policy, Ohio 1966

- Woodworth, Walter G.: The Money Market and Monetary Management, New York, Evanston, London 1965
- van Wyk, Wolfgang: Die Gelddispositionen der Banken, Taschenbücher für Geld-, Bank und Börse, Hrg. P. Möhring, H. Rittershausen, Frankfurt/M. 1966
- Young, Rolph A., Yager, Charles A.: The Economics of Bills Only Preferability, in: The Quarterly Journal of Economics, 74.1960:3
- Zimmerer, Carl: Was sind Liquiditätskosten? Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 26. Jg., 1956
- Zimmerer, Carl: Bankkostenrechnung, Veröffentlichungen des Bank- und Börsenseminars der Universität Köln, Band 11 Hrg. Fritz Höfermann, Heinrich Rittershausen, Frankfurt/M. 1956
- Zimmerer, Carl, Schönle, Herbert: Kreditwesengesetz, Systematische Einführung und Kommentar, Wiesbaden 1962
- Zimmerer, Carl, Schönle, H.: Kreditwesengesetz, Systematische Einführung und Kommentar, Wiesbaden 1962
- Zimmerer, Carl: Der Anwendungsbereich der Zinsspannenrechnung. Zeitschrift für Betriebswirtschaft 31. Jg., 1961, S. 698
- van Zwoell: Mindestreserven als Mittel der Geld- und Kreditpolitik, Finanzwissenschaftliche Forschungsarbeiten, Hrg. Günter Schmolders, Neue Folge, Heft 8, Berlin 1954
- "Kurspflege", "Kursregulierung" (ohne Autor): Enzyklopädisches Lexikon für das Geld-, Bank- und Börsenwesen, 3. Auflage, Frankfurt/M. 1967/68
- ohne Autor: Die Banken zur Zinsliberalisierung, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 1967, Heft 9, S. 369 und 1967, Heft 17, S. 993
- ohne Autor: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Heft 24, 1968, S. 1150
- ohne Autor: Zangengeburt eines Kreditpapiers, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, H. 22, 1968 und Heft 24, 1968
- Annual Report of the Board of Governors of the Federal Reserve System 1945

- Board of the Governors: The Federal Reserve System, The Influence of Monetary Policy on Economic Stability, in: Problems of Modern Economy, the Battle against Unemployment (Part 4, Monetary Policy) Ed. Arthur Okun, New York 1965
- Committee for Economic Development (Managing the Federal Debt), New York 1954
- Committee on the Working of Monetary System. Report presented to the Parliament by the Chancellor of the Exchequer by Command of Her Majesty, August 1959, London (auch "Radcliffe-Report" genannt)
- Economic Report of the President. Transmitted to the Congress February 1968, together with the Report of the Council of the Economic Advisers, Washington 1968
- Federal Reserve Bank of New York. The Role of Savings Bonds in Government Finance, in: Federal Reserve Bank of New York, Monthly Review Vol. 43, No. 6 (Juni 1961)
- Joint Committee on the Economic Report. Monetary Policy and the Management of the Public Debt, Part I, United States Government Printing Office, Washington 1952. Siehe dort die Ausführungen von William McC. Martin (Chairman of the Board of Governors of the Federal Reserve System) auf SS. 279 ff.
- Money and Credit. Their Influence on Jobs, Prices and Growth, The Report of the Commission on Money and Credit, Englewood Cliffs N.J. 1961
- Treasury Federal Reserve Study, on the Government Securities Market, Washington, July 1959
- US Treasury Department. Treasury Views on Independence of the Federal Reserve, in: Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, Ed. Warren L. Smith, Ronald L. Teigen, Homewood Ill. 1965
- Banklexikon. Handwörterbuch für das Bank- und Sparkassenwesen, bearbeitet von Gerhard Müller und Josef Löffelholz, Wiesbaden, 2. Auflage 1959, 3. Auflage 1963
- Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen, Berlin, Veröffentlichungen (Ver BAV)
- Bundesaufsichtsamt für das Versicherungs- und Bausparwesen, Berlin (GB BAV), Geschäftsberichte 1968 und 1969. Vorgelegt gem. § 3 des Gesetzes über die Beaufsichtigung der privaten Versicherungsunternehmen und Bausparkassen (Versicherungsaufsichtsgesetz)

Gesetz zur Förderung der Stabilität und des Wachstums
der Wirtschaft (einschl. Kommentar). Hrg. Alex
Möller, bearbeitet von Ch. Böckenförde, O.-E. Geske,
J. Glückert, C. Noé, M. Schiler, Hannover 1968

Geschäftsberichte der Deutschen Bundesbank für die Jahre
1957 bis 1969

Monatsberichte der Deutschen Bundesbank aus den Jahren
1960 bis Juni 1971

Reichsschuldenverordnung von 1924

Sachverständigenrat. Zur Begutachtung der gesamtwirtschaft-
lichen Entwicklung: Jahresgutachten 1965/66. Sta-
bilisierung ohne Stagnation, Stuttgart und Mainz
1965, Tabelle 110, S. 248

Statistische Jahrbücher für die Bundesrepublik Deutschland.
Hrg. Statistisches Bundesamt Wiesbaden, für die
Jahre 1965 - 1969

Ich erkläre an Eides Statt: Ich habe die vorgelegte Dissertation selbständig und ohne unerlaubte fremde Hilfe angefertigt. Alle Textstellen, die wörtlich oder sinngemäß aus veröffentlichten und nicht veröffentlichten Schriften entnommen sind, und alle für das Ergebnis der Arbeit wesentlichen mündlichen Beiträge anderer sind als solche kenntlich gemacht.

Gießen, den 10. Sept. 1971

Bernold L. Klein
.....

Lebenslauf

Am 1. September 1938 wurde ich in Königsberg in Ostpreußen als Sohn des damaligen Gerichtsassessors Dr. Paul Klein und seiner Ehefrau Dr. med. dent. Helene Klein geb. Hahn geboren.

Von 1944 bis 1949 besuchte ich die Volksschule in Cottbus, Bielefeld und Köln. Ab 1949 besuchte ich das Staatliche Friedrich Wilhelm-Gymnasium in Köln, wo ich im März 1958 das Abitur machte.

Von April 1958 bis September 1960 machte ich eine Banklehre bei der Kreissparkasse Köln und legte anschließend die Kaufmannsgehilfenprüfung ab. Von Oktober 1960 bis November 1965 studierte ich an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität Köln Wirtschaftswissenschaften und bestand dort am 7. Dezember 1965 mein Examen als Diplomkaufmann.

Von April 1966 bis April 1969 war ich wissenschaftliche Hilfskraft am Lehrstuhl für Finanzwissenschaft (Prof. Dr. Hedtkamp) der Universität Gießen und widmete mich anschließend dem Abschluß meiner Dissertation.

FOTO-DRUCK LENZ • 63 Gießen • Riegelpfad 32/Ecke Ludwigstraße
Telefon 0641 - 77449